

Economisch Tijdschrift

December 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

ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR BELGIË – NAJAAR 2015	7
CRISISGEVOELIGHEID VAN DE KMO-FINANCIERING IN BELGIË	31
MACRO-ECONOMISCHE DETERMINANTEN VAN NON-PERFORMING LOANS	47
HEEFT DE REORGANISATIE VAN DE MONDIALE PRODUCTIE DE VRAAG NAAR ARBEID FUNDAMENTEEL GEWIJZIGD ?	69
COMMUNICATIE OVER HET MONETAIR BELEID IN DE NASLEEP VAN DE GROTE RECESSIE	85
VOORNAAMSTE RESULTATEN VAN HET ONDERZOEKSNETWERK COMPNET	107
RESULTATEN VAN DE DERDE RONDE VAN DE ENQUÊTE NAAR DE LOONVORMING IN BELGIË	123
RESULTATEN EN FINANCIËLE SITUATIE VAN DE ONDERNEMINGEN IN 2014	141
SUMMARIES OF ARTICLES	171
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	175
CONVENTIONELE TEKENS	177
LIJST VAN AFKORTINGEN	179

Economische projecties voor België – Najaar 2015

Inleiding

Sinds de afsluitdatum van de voorjaarsramingen van de Bank, die in juni 2015 werden gepubliceerd, zijn de omgevingsfactoren vrij sterk gewijzigd. Wat de wereldgroei betreft, was al rekening gehouden met enige verzwakking in de loop van 2015, vooral als gevolg van de vertraging van de bedrijvigheid in heel wat opkomende economieën. Gelet op de meest recente statistieken, lijkt de mondiale groei buiten het eurogebied momenteel toch nog iets lager uit te vallen dan in het voorjaar werd geraamd. Belangrijker is evenwel dat de vertraging van de wereldhandel in de eerste helft van 2015 veel sterker is dan verwacht, ook al waren de ramingen van de handelsintensiteit van de groei in de voorjaarsprognoses van het Eurosysteem al heel laag en voorzichtiger dan bijvoorbeeld bepaalde ramingen van andere internationale instellingen rond dezelfde periode. Volgens de laatst beschikbare statistieken zijn de voor het eurogebied relevante internationale afzetmarkten in de eerste twee kwartalen van 2015 in werkelijkheid zelfs gekrompen, met zowat 1% in elk kwartaal. Dit is een heel uitzonderlijke ontwikkeling, die in het recente verleden enkel werd opgetekend tijdens de grote recessie in 2009, al was de krimp toen uiteraard veel aanzienlijker. Hoewel wordt uitgegaan van enig herstel in de tweede helft van het jaar, betekent dit toch dat de toename van de handel sterk zal achterblijven bij de mondiale groei en dat de importvraag van het eurogebied in 2015 nagenoeg ongewijzigd zal blijven.

Het is nog niet helemaal duidelijk wat de precieze oorzaken van de opmerkelijke verzwakking van de wereldhandel zijn. Volatiliteit en onnauwkeurigheden in de eerste handelsstatistieken kunnen een rol spelen, maar het lijkt plausibel dat de veranderingen in de samenstelling van de wereldgroei de belangrijkste verklaring zijn. Deze

omvatten met name het kleinere aandeel van de opkomende economieën in de groei, maar ook de overgang op een groeimodel dat meer is gebaseerd op consumptie en minder op investeringen in sommige landen, zoals China. Opvallend is wel dat de uitvoer van het eurogebied voorlopig niet al te sterk lijkt te lijden onder de verzwakkende wereldvraag: in de eerste helft van 2015 groeide die met bijna 3%. Exportbedrijven uit het eurogebied zouden hun marktaandelen immers sterk hebben zien toenemen en de uitvoer van bepaalde eurolanden naar bijvoorbeeld de Verenigde Staten lijkt fors te zijn gegroeid. Dat staat vermoedelijk niet los van de depreciatie van de euro sinds de herfst van vorig jaar, toen de marktverwachtingen rond de kwantitatieve verruiming in het Europese monetaire beleid, waartoe in januari 2015 werd besloten, tot uiting begonnen te komen. Hierdoor is het concurrentievermogen van de Europese exporteurs sterk verbeterd. Aangezien voor de projecties wordt uitgegaan van stabiele wisselkoersen in de toekomst, zal een aanhoudende zwakte van de wereldhandel de groei in de eurolanden wel meer drukken, zodra de positieve weerslag van de goedkopere euro is uitgewerkt.

Op de financiële markten is de rust geleidelijk teruggekeerd na de aan het einde van het voorjaar ingezette periode van verhoogde volatiliteit en sterk dalende aandelenkoersen. De beurzen hebben een gedeeltelijk herstel laten optekenen en de bezorgdheid dat de recente koersval van de Chinese aandelen een grotere vertraging van de reële economie weerspiegelt, is wat afgenomen. Ook de marktrente op lange termijn, die duidelijk was toegenomen, zoals onder meer blijkt uit de rentetarieven op overheidsobligaties, is weer wat gedaald. In Europa hebben de aanhoudende financiële problemen in Griekenland uiteindelijk tot een nieuw akkoord met de buitenlandse schuldeisers geleid, waardoor de onzekerheid wat is

afgenomen, mede gezien de positieve groeicijfers van de Griekse economie in de eerste zes maanden van het jaar. Daarnaast is de euro sinds begin november verder gedeprimeerd, wat vooral te maken heeft met sterker wordende marktverwachtingen omtrent een grotere divergentie tussen het monetair beleid in het eurogebied en de Verenigde Staten aan het einde van het jaar. De olieprijs, ten slotte, is na het herstel in het begin van het jaar niet verder gestegen, zoals werd verwacht in de technische assumpties van de voorjaarsprognoses, maar liep opnieuw terug.

Volgens de eerste indicaties beïnvloedde de zwakke buitenlandse vraag het afgelopen kwartaal toch in iets grotere mate de groei in het eurogebied, die luidens de flashraming verder licht zou zijn gedaald tot een tempo van 0,3 % op kwartaalbasis. De bedrijvigheid is met name enigszins vertraagd in enkele belangrijke economieën, zoals Duitsland, Spanje en Italië. Portugal heeft een nulgroei laten optekenen, terwijl andere economieën, zoals Finland en Griekenland, zelfs opnieuw zijn gekrompen. Al met al zijn de groeivoorzichten van het Eurosysteem voor het eurogebied evenwel maar licht neerwaarts herzien ten opzichte van de voorjaarsprognoses: de lagere uitvoergroei in 2016 en 2017 wordt daarbij grotendeels gecompenseerd door een meer dynamische binnenlandse vraag, die onder meer berust op een iets sterker groeiende consumptie van de particulieren en de overheid.

Ook de binnenlandse beleidsomgeving is grondig veranderd in vergelijking met de voorjaarsprognoses. De huidige projecties houden immers rekening met de begrotingen van de federale en de regionale overheden voor 2016, alsook met het pakket maatregelen dat de federale overheid in 2015 heeft afgerond in het kader van de taxshift. Deze laatste is gericht op een verschuiving van heffingen op arbeid naar bepaalde vormen van consumptie en financiële inkomens en transacties. Daarbij hebben de verdere verminderingen van de werkgeversbijdragen wel een directe neerwaartse impact op de arbeidskosten, maar die wordt al in 2016 ten dele tenietgedaan door een hogere loonindexering, vooral als gevolg van diverse maatregelen van de federale en de Vlaamse overheid die de elektriciteitsprijs verhogen. Hierdoor zijn de effecten van de indexsprong sneller dan verwacht uitgewerkt.

Tegen die achtergrond werden de Belgische groeivoorzichten voor de volgende twee jaren licht neerwaarts herzien in deze najaarsprognoses, die werden afgesloten op 19 november 2015. De conjunctuurvertraging in de tweede helft van het jaar tekent zich immers ook af voor de Belgische economie, zoals overigens al blijkt uit de flashraming van de groei in het derde kwartaal, die uitkwam op slechts 0,2 %, en verlaagt vooral de groeiraming

voor 2016. De jaargroei voor 2015 is daarentegen, door overloopeffecten van de herziening van de nationale rekeningen voor 2014, licht opwaarts bijgesteld. Gelet op de gemeenschappelijke technische en externe hypothesen waarop de ramingen van het Eurosysteem zijn gebaseerd en waarvan de voornaamste worden beschreven in Kader 1 in de eerste paragraaf van dit artikel, zou de conjunctuurvertraging van korte duur zijn en zou het herstel daarna – zij het nog steeds geleidelijk – aan kracht winnen. Met 1,6 % zou de jaargroei in 2017 overigens amper afwijken van die in de voorjaarsprognoses. Hierbij moet worden herinnerd aan de grote onzekerheidsmarge die inherent is aan de ramingen voor verder afgelegen jaren. De aantrekkende groei wordt daarbij in toenemende mate geschraagd door de investeringen en de netto-uitvoer, al worden de jaarcijfers in beide gevallen wat vertekend door specifieke factoren; het gaat met name om de belangrijke aankoop van immateriële activa in het buitenland in het eerste kwartaal van 2015, die geen impact had op de groei maar wel de invoer en de bedrijfsinvesteringen in dezelfde mate heeft verhoogd. De particuliere consumptie zou wel, zoals in de voorjaarsprognoses, vertragen door het geleidelijk wegvallen van de toename van de koopkracht dankzij de olieprijsdaling en door de zwakkere groei van de gezinsinkomens als gevolg van het loonmatigingsbeleid.

Het herstel op de arbeidsmarkt zou weinig te lijden hebben onder de beperkte neerwaartse bijstelling van de groeiramingen en gaat onverminderd voort. Over de drie jaren van 2015 tot 2017 zouden er bijna 115 000 arbeidsplaatsen bijkomen, wat zelfs meer is dan in de voorjaarsprognoses, mede door de nog iets beter dan verwachte werkgelegenheidsgroei in de eerste jaarhelft van 2015. Ondanks de verder stijgende participatiegraad en de hoger dan verwachte aangroei van de bevolking op arbeidsleeftijd door het relatief groot aantal asielzoekers, is dat ook ruimschoots meer dan de toename van de beroepsbevolking. De werkloosheidsgraad zou dan ook geleidelijk afkalven tot zowat 8,1 % in 2017, wat wel nog hoger is dan de gemiddelde werkloosheidsgraad sinds het begin van de eeuw.

De inflatie heeft begin dit jaar vooral onder invloed van de forse daling van de energieprijzen een dieptepunt bereikt, maar is sinds april 2015 weer positief geworden en is daarna verder toegenomen. Het gemiddelde inflatietempo zou volgens de huidige prognoses dit jaar wel nog amper stijgen in vergelijking met 2014, maar zou vanaf 2016 sterk toenemen tot bijna 2 % en in 2017 slechts licht matigen. Vooral de inflatieraming is, ondanks het gunstiger verloop van de olieprijs, duidelijk hoger dan in de voorjaarsramingen, maar dat heeft alles te maken met de opname, in de ramingen, van de diverse verhogingen

van de indirecte belastingen door de federale en de Vlaamse overheid. Zowat een derde van de totale inflatie in 2016 zou overigens toe te schrijven zijn aan de directe impact van nieuwe of verhoogde belastingen op verbruik. Vooral door de fors goedkopere olie ligt de werkelijke inflatie in 2015 veel lager dan de onderliggende inflatie, die in het laatste kwartaal van dit jaar op zowat 1,7% zou uitkomen. Het heel matige verloop van de loonkosten per eenheid product zou die onderliggende inflatie dan geleidelijk doen afkalven tot ongeveer begin 2017, ook al zouden de lagere kosten ten dele worden gecompenseerd door hogere marges. Pas daarna zou de stijgende groei van de loonkosten vanaf 2017 de onderliggende inflatie weer doen oplopen.

Wat de overheidsfinanciën betreft, zou het begrotingstekort dit jaar net onder de drempel van 3% bbp blijven. Pas in 2017 zou het deficit verder afnemen. De verbetering van de begrotingspositie over de projectieperiode is vrijwel uitsluitend te danken aan de afname van de rentelasten die voortvloeit uit de lage markttrentetarieven. Ze blijft overigens duidelijk beperkter dan in de voorjaarsprognoses, wat slechts in geringe mate te maken heeft met de iets minder gunstige groeiramingen en vooral moet worden toegeschreven aan een neerwaartse bijstelling van het verloop van het structurele primaire saldo. Deze begrotingsprognoses vallen overigens slechter uit dan de huidige doelstellingen inzake de afbouw van het nominale en structurele tekort. Hierbij moet eraan worden herinnerd dat, overeenkomstig de regels van het Eurosysteem voor dergelijke projectie-oefeningen, enkel rekening wordt gehouden met de maatregelen die door de overheid reeds voldoende zijn gepreciseerd en formeel zijn goedgekeurd – of die zeer waarschijnlijk goedgekeurd zullen worden – op de datum dat de projectie wordt afgesloten. Voorts kon ook nog geen rekening worden gehouden met de extra uitgaven waartoe de federale overheid in de nasleep van de terroristische aanslagen in Parijs heeft besloten, aangezien die maatregel pas na het afsluiten van deze projecties werd genomen. Bovendien wijken de ramingen van de begrotingsimpact van bepaalde maatregelen, zoals die inzake fraudebestrijding, af van de in de begroting opgenomen bedragen.

1. Internationale omgeving en hypothesen

1.1 Wereldeconomie

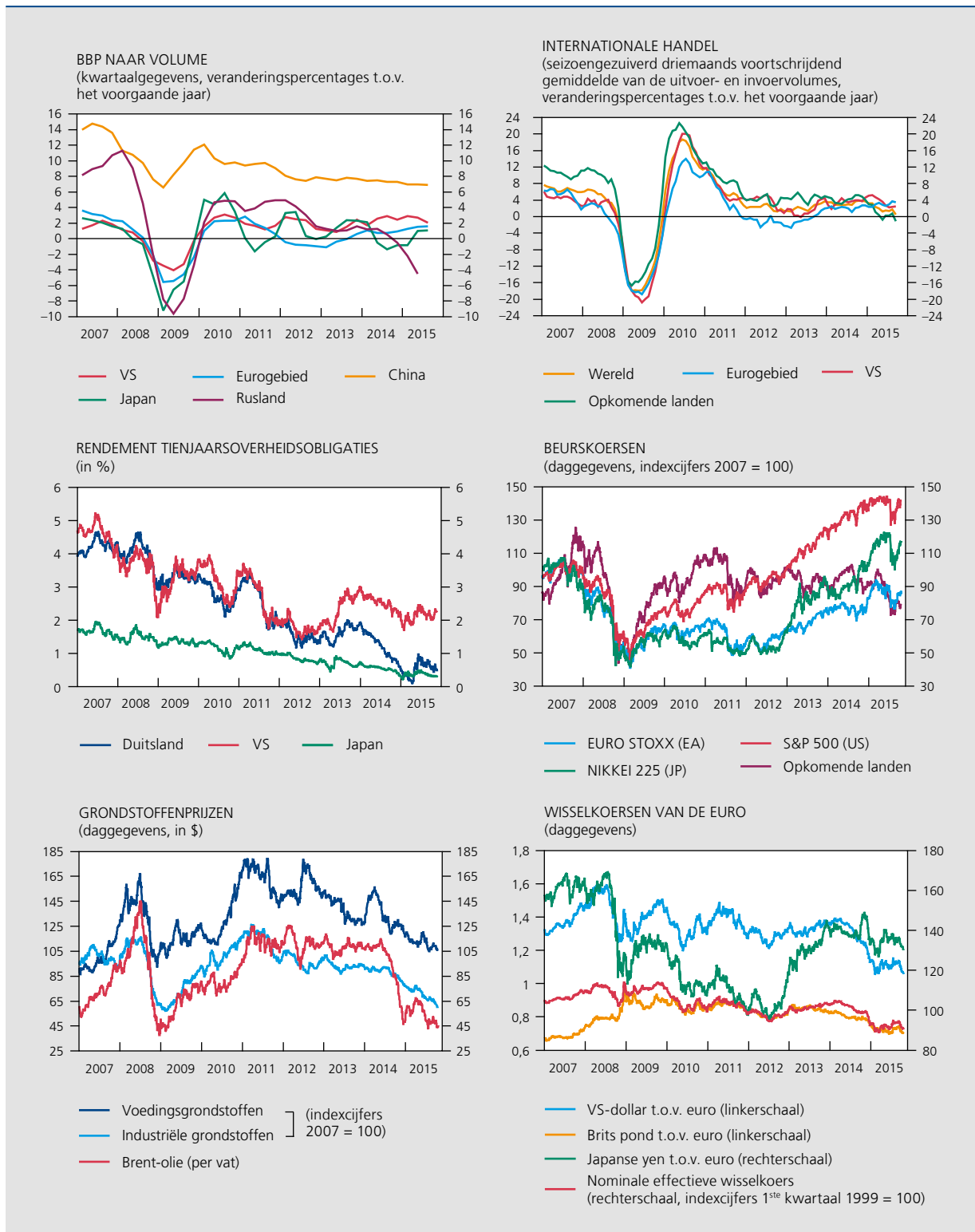
Het herstel van de wereldeconomie heeft het afgelopen jaar duidelijk aan kracht ingeboet, wat te wijten is aan een algemene en forse groeivertraging in de opkomende

economieën, waaronder vooral China, en de grondstoffenexporterende landen. In de meeste geavanceerde landen trok de economie daarentegen licht verder aan, ondersteund door de lage olieprijsen en het accommoderend monetair beleid. In de nasleep van de crisis blijft de zwakke investeringsdynamiek echter een neerwaarts effect uitoefenen op de (potentiële) groei.

De bedrijvigheid in de opkomende economieën stond dit jaar sterk onder druk. De overgang van een investerings- en exportgerichte economie naar een economie die meer wordt geschraagd door consumptie en diensten, drukt de groei in China – die niettemin, met zowat 7%, robuust blijft – en die van zijn handelspartners. Om de negatieve effecten van dat complex proces enigszins tegen te gaan, hebben de Chinese autoriteiten verscheidene maatregelen getroffen, waaronder het verlagen van de monetairbeleidrentetarieven en het verhogen van de uitgaven voor infrastructuur. De bedrijvigheid in de grondstoffenexporterende landen heeft dan weer te lijden onder de daling van de grondstoffenprijzen. Vooral Brazilië en Rusland belandden in een diepe recessie hoewel ook landspecifieke factoren daarbij een belangrijke rol speelden. In Brazilië werd de bedrijvigheid vooral gedrukt door de politieke onzekerheid, de precaire begrotingstoestand en de noodzakelijke begrotingsconsolidatie. In Rusland hadden de geopolitieke spanningen met betrekking tot het conflict in Oekraïne en de daarmee gepaard gaande internationale sancties een nadelige invloed op de bedrijvigheid. India bleef relatief gespaard en de groei werd er ondersteund door de genomen structurele maatregelen, die de investeringen positief beïnvloedden. India zal naar verwachting dit jaar de snelst groeiende grote economie ter wereld worden.

De vertraging in de opkomende economieën had een sterker dan verwachte impact op de groei van de wereldhandel, die dit jaar aanzienlijk vertraagt. Terwijl het broze herstel van de mondiale handel in de nasleep van de crisis vooral de krachteloze vraag in het eurogebied weerspiegelde, kan de huidige zwakte immers hoofdzakelijk worden toegeschreven aan de daling van de invoervolumes in de opkomende landen, voornamelijk in China. Dat is onder meer toe te schrijven aan de bovenvermelde herbalancering van de Chinese economie aangezien consumptie en diensten minder handelsintensief zijn dan investeringen en nijverheid. Die herbalancering heeft tevens een sterke impact gehad op de invoer van grondstoffen door China. Daarnaast spelen ook wereldwijde structurele factoren een rol in de vertraging van de wereldhandel ten opzichte van de groei van het mondiale bbp. Zo lijkt de uitbreiding van de mondiale waardeketens sinds de crisis op zijn minst wat vertraagd, waardoor ze de groei van de wereldhandel niet meer in dezelfde mate ondersteunen als daarvoor.

GRAFIEK 1 MONDIAAL CONJUNCTUURVERLOOP EN ONTWIKKELINGEN OP DE GRONDSTOFFENMARKTEN EN DE FINANCIËLE MARKTEN



Bronnen: CPB Wereldhandelsmonitor, OESO, Thomson Reuters Datastream.

Wat de voornaamste ontwikkelde economieën betreft, lieten de Verenigde Staten tot nu toe het krachtigste herstel optekenen. Na een lichte terugval in het eerste kwartaal van 2015, onder invloed van een aantal tijdelijke factoren, is de bedrijvigheid er in het tweede kwartaal opnieuw opgeveerd. De consumptie van de huishoudens blijft de belangrijkste groeimotor van de Amerikaanse economie. Naast de bovenvermelde algemene factoren, die de groei in de geavanceerde landen hebben ondersteund, wordt de consumptie tevens geschraagd door de verbetering van de situatie op de arbeidsmarkt en van de balansen van de huishoudens. Daarnaast zijn de gemiddelde lonen nu ook sterker beginnen te stijgen. Daarentegen had de appreciatie van de dollar een ongunstige invloed op de uitvoer, terwijl de investeringen in de energiesector terugliepen.

Het herstel in Japan en het eurogebied bevindt zich in een priller stadium van de cyclus en blijft bescheiden. De broze opleving van de Japanse economie in het begin van het jaar werd gefnuikt door de groeivertraging in China en de overige Aziatische opkomende economieën, die ongeveer de helft van de Japanse uitvoer vertegenwoordigen. De reële loonstijging bleef bescheiden, ondanks een historisch lage werkloosheidsgraad, en werd gecompenseerd door een onverwacht sterke stijging van de spaarquote bij de gezinnen, waardoor de particuliere consumptie zwak bleef. In het derde kwartaal drukte de voorraadvorming de groei, waardoor de bedrijvigheid voor het tweede kwartaal op rij afnam. De economische groei zou naar verwachting tegen het einde van het jaar echter opnieuw aantrekken. De uitvoer zou met name profijt trekken van de lagere koers van de yen, terwijl de particuliere consumptie, geschraagd door een verdere stijging van de lonen en de dalende olieprijs, opnieuw zou aantrekken.

Nadat het herstel in het eurogebied tijdens de tweede helft van vorig jaar en in het begin van dit jaar versnelde was, nam de groei tijdens de daaropvolgende kwartalen opnieuw enigszins af. Zo daalde de kwartaal-op-kwartaal-groei van 0,5% in het eerste kwartaal tot 0,4% en 0,3% in de meest recente kwartalen. Het dynamische karakter van de uitvoer tijdens de eerste helft van het jaar was opvallend, gelet op de sterke afname van de mondiale handel, en kan worden bekeken tegen de achtergrond van de depreciatie van de euro als gevolg van het accommoderende beleid van de ECB. Het herstel in het eurogebied wordt echter voornamelijk ondersteund door de particuliere consumptie, die wordt geschraagd door de toename van de koopkracht als gevolg van de daling van de energieprijzen en, meer structureel, de verbetering van de situatie op de arbeidsmarkt. Daarnaast zouden de investeringen op termijn verder worden ondersteund door de nog steeds erg gunstige financieringsvoorwaarden.

Niettemin blijven de onzekerheid en, in sommige lidstaten, de noodzaak tot verdere schuldafbouw, de investeringen afremmen, waardoor een krachtiger herstel ervan voorlopig uitblijft.

De opleving in het eurogebied wordt ook steeds breder gedragen. Vooral in bepaalde zogenoemde perifere landen van het eurogebied trekt de groei, onder invloed van de recente structurele hervormingen en macro-economische aanpassingsprogramma's, nu sterk aan, geschraagd door de verbetering van de situatie op de arbeidsmarkt maar ook door het herstel in de rest van het eurogebied. Ondanks de grote onzekerheid die gepaard ging met de regeringswissel eind 2014 en de daaropvolgende aanslepende onderhandelingen over een nieuw hulpprogramma, is de Griekse economie, die in de eerste drie kwartalen van 2014 een herstel had laten optekenen, in de eerste jaarhelft van 2015 verder gegroeid, onder meer door een sterke afname van het gezinssparen. In het derde kwartaal is de bedrijvigheid wel weer gekrompen. Wat de grote kernlanden betreft, is de groei in Frankrijk verder aangetrokken, hoewel de investeringen zwak blijven en de werkloosheid slechts geleidelijk zal dalen. Het herstel in Duitsland wordt voornamelijk gedragen door de particuliere consumptie, ondersteund door de solide arbeidsmarktsituatie. Voorts had de depreciatie van de euro een positieve impact op de uitvoer van Duitsland, die bovendien steeds minder bestemd is voor de opkomende landen, maar in toenemende mate wordt ondersteund door de vraag vanuit de rest van het eurogebied en de andere geavanceerde landen, zoals de Verenigde Staten.

De inflatie in het eurogebied blijft ook dit jaar erg zwak, voornamelijk onder invloed van de aanhoudend lage olieprijs. De inflatie, die sinds eind 2011 begon te dalen, bereikte een dieptepunt in januari van 2015, toen de consumptieprijzen met 0,6% op jaarbasis daalden. Hoewel de inflatie vervolgens opnieuw begon te stijgen, werd ze in september opnieuw negatief, door de nieuwe scherpe daling van de grondstoffenprijzen en het feit dat de euro weer wat was geapprecieerd. Vanaf eind dit jaar zou de inflatie echter nog meer aantrekken onder invloed van het verdere economische herstel en het uitbodemen van de olieprijs, die naar verwachting geleidelijk weer zullen toenemen. De situatie op de arbeidsmarkt verbetert, wat ook leidt tot een daling van de werkloosheid, die niettemin nog steeds hoger ligt dan vóór de crisis en in een aantal individuele landen nog steeds aanzienlijk is. Samen met de aantrekkende groei, zou de werkgelegenheid op termijn verder toenemen, in sommige landen tevens geschraagd door fiscale en structurele maatregelen en loonmatiging.

De financiële markten hadden dit jaar meermaals af te rekenen met periodes van verhoogde volatiliteit, die de

toenemende bezorgdheid over de zwakke activiteit in de opkomende economieën weerspiegelde. Tijdens de eerste maanden van het jaar zetten de aandelenmarkten nochtans hun opwaartse trend van 2014 voort. Door de solide vraag naar langlopende overheidsobligaties in het eurogebied bereikte de rente op deze instrumenten zelfs een historisch dieptepunt. Tegen het begin van de zomer nam de volatiliteit op de financiële markten echter opnieuw toe, naarmate de ongerustheid over de toestand in de opkomende landen en de impact van de nakende normalisering van het monetair beleid in de Verenigde Staten groter werd. Die onzekerheid leidde tot een sterke daling van de kapitaalstromen naar de opkomende economieën, een stijging van de spreads en een depreciatie van de valuta's in die landen, alsook een daling van de aandelenkoersen. Hierbij werden vooral de meest kwetsbare economieën getroffen, waar de kredietgroei de afgelopen jaren sterk gestegen was, ondersteund door de gunstige

financieringsvoorwaarden in de nasleep van de crisis. Vooral de bedrijven in een aantal opkomende landen zagen hun schuldgraad, vaak in belangrijke mate uitgedrukt in vreemde valuta's, aanzienlijk toenemen.

De impact van de aanslepende onderhandelingen over een nieuw financieringsprogramma voor Griekenland op de financiële markten bleef evenwel al bij al beperkt, evenals de overloopeffecten naar de perifere landen van het eurogebied, getuige de beperkte impact op de risicopremies van de overheidsobligaties van die landen. De markten werden daarentegen ernstig verstoord door de ontwikkelingen in China. Tussen 12 juni en 8 juli liet de Chinese beurs een scherpe daling met meer dan 30 % optekenen, nadat de Chinese toezichthouder een aantal nieuwe maatregelen had genomen om het risicovolle beleggingsgedrag van de schaduwbanken aan banden te leggen. De onrust die dit veroorzaakte, werd nog versterkt

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

	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Bbp naar volume				
Wereld	3,3	3,1	3,5	3,7
waarvan:				
Geavanceerde landen	1,8	2,0	2,3	2,3
Verenigde Staten	2,4	2,6	2,8	2,7
Japan	-0,1	0,7	1,1	0,5
Europese Unie	1,4	1,9	2,0	2,1
Opkomende landen	4,5	3,9	4,4	4,7
China	7,4	6,8	6,5	6,2
India	7,1	7,2	7,4	7,5
Rusland	0,6	-3,7	-0,5	1,0
Brazilië	0,1	-2,6	-0,5	1,2
<i>p.m. Wereldinvoer</i>	3,3	2,3	3,6	4,5
Inflatie⁽¹⁾				
Verenigde Staten	1,6	0,2	2,1	2,3
Japan	2,7	0,8	0,7	1,8
Europese Unie	0,6	0,0	1,1	1,6
China	2,1	1,7	2,5	2,5
Werkloosheidsgraad⁽²⁾				
Verenigde Staten	6,2	5,3	4,8	4,6
Japan	3,6	3,4	3,3	3,3
Europese Unie	10,2	9,5	9,2	8,9

Bron: EC.

(1) Consumptieprijsindex.

(2) In % van de beroepsbevolking.

door de aankondiging, op 11 augustus, dat de People's Bank of China haar wisselkoersbeleid zou aanpassen. Hoewel de wijziging werd omschreven als een overgang op een meer marktconforme waardering van de renminbi en de resulterende depreciatie van de Chinese valuta beperkt bleef, werd ze door de markten geïnterpreteerd als een signaal dat de Chinese economie verder zou vertragen. De volatiliteit op de financiële markten nam toe, aandelenkoersen daalden, grondstoffenprijzen zakten en door de vlucht naar veilige beleggingen nam de rente op staatsobligaties in de geavanceerde landen af. Nadien keerde de rust op de financiële markten geleidelijk terug.

De ontwikkelingen op de valutamarkten van de geavanceerde landen weerspiegelden net als vorig jaar de verschillen in monetair beleid in de diverse economische zones. Terwijl de ECB op 22 januari een uitbreiding van haar opkoopprogramma aankondigde, heeft de Amerikaanse centrale bank haar opkoopprogramma al in oktober vorig jaar beëindigd. De scherpe depreciatie van de euro ten opzichte van de dollar in de aanloop naar die gebeurtenissen zette zich ook tijdens het begin van dit jaar door. Naarmate de normalisatie van het monetair beleid in de Verenigde Staten in de marktverwachtingen werd uitgesteld, apprecieerde de euro in de loop

van het jaar echter enigszins ten opzichte van de dollar. Sinds kort is de euro evenwel weer gedeprimeerd, aangezien de markten duidelijk meer en meer rekening zijn gaan houden met een verdere divergentie van het monetair beleid in het eurogebied en de Verenigde Staten vanaf december 2015.

Na hun scherpe daling sinds midden 2014, veerden de olieprijsen tijdens de eerste maanden van het jaar opnieuw op. Dit tijdelijke herstel kwam er na signalen dat de productie van schalieolie in de Verenigde Staten zich geleidelijk aanpaste aan een omgeving van lagere prijzen en de mondiale vraag naar olie opnieuw iets toenam. Ook de prijzen van de levensmiddelengrondstoffen en de industriële grondstoffen lieten in de eerste helft van het jaar een korte opleving optekenen. Tijdens de zomer zetten de grondstoffenprijzen echter hun dalende trend voort. Terwijl de nog steeds zwakke vraag vanuit de opkomende landen een rol speelt, is het voornamelijk het ruime aanbod dat de olieprijsen blijft drukken. Alhoewel ook het aanbod van metalen sterk is toegenomen, in de nasleep van de investeringshousse in de mijnbouw, wordt de prijs ervan daarentegen vooral gedrukt door de afgenomen vraag vanuit de opkomende economieën.

Kader 1 – Hypothesen voor de projecties

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

Bij de bepaling van de toekomstige wisselkoersen wordt er van uitgegaan dat deze voor de volledige projectieperiode constant zullen blijven op het peil dat gemiddeld werd opgetekend tijdens de laatste tien werkdagen vóór de vastlegging van de hypothesen op 13 november 2015. Wat de Amerikaanse dollar betreft, gold toen een wisselkoers van \$ 1,09 voor 1 euro.

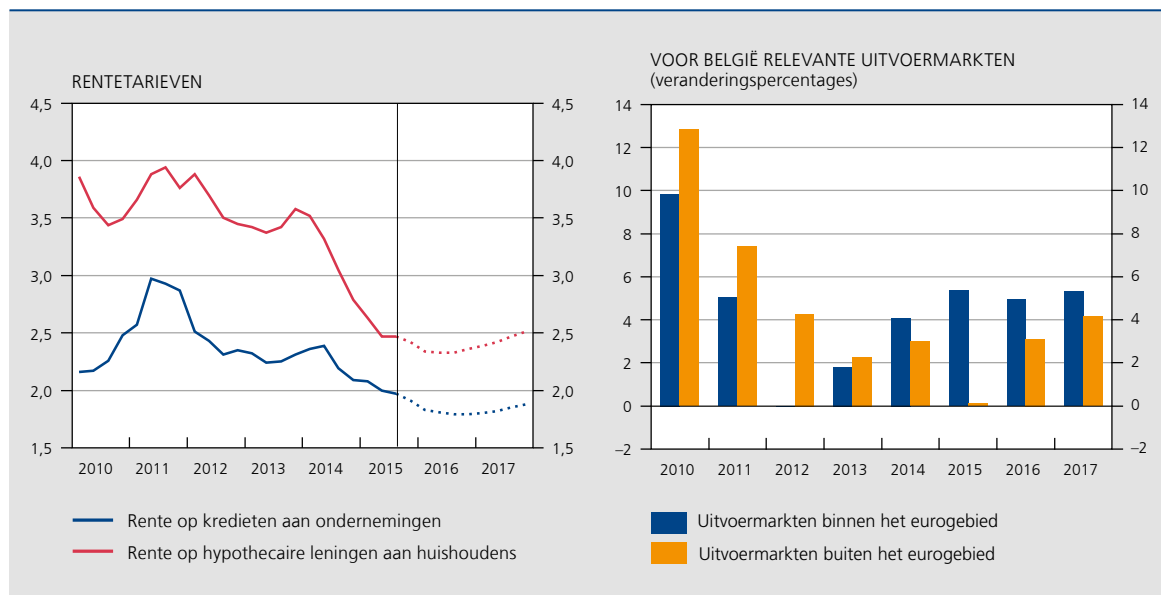
Voor de toekomstige prijzen van minerale oliën wordt zoals gewoonlijk rekening gehouden met de marktverwachtingen die blijken uit de termijncontracten op de internationale markten. Na de recente prijsdalingen die aanvingen in het najaar van 2014, verwachtten de markten medio november 2015 dat de prijs van een vat Brent-olie over de projectieperiode geleidelijk weer zou stijgen van gemiddeld \$ 48,2 in het laatste kwartaal van 2015 tot iets minder dan \$ 58 in het laatste kwartaal van 2017. Dat zou opnieuw een aanzienlijke neerwaartse herziening inhouden ten opzichte van de vorige assumpties, namelijk die in het kader van de voorjaarsprognoses van 2015.

Ook de hypothesen inzake de rentetarieven berusten op marktvooruitzichten van medio november 2015. De rente op driemaands interbancaire deposito's zou in het laatste kwartaal van 2015 uitkomen op –10 basispunten en daarna zelfs nog wat dalen. Tegen het einde van de projectieperiode zou ze opnieuw enigszins toenemen tot zowat –6 basispunten. Het peil van de Belgische lange rente zou fors aantrekken, van 0,9% in het vierde kwartaal van dit jaar tot 1,5% eind 2017.



RENTETARIEVEN EN VOLUMEGROEI UITVOERMARKTEN

(in %)



Bron : Eurosysteem.

Het verwachte verloop van de rentes die banken toepassen op investeringskredieten van ondernemingen en op hypothecaire kredieten van particulieren, kan evenwel enigszins afwijken van dat van de marktrentes. Zo zou de gemiddelde hypothecaire rente, mede door het sterk accommoderende monetaire beleid van de ECB en de daaruit voortvloeiende overvloedige liquiditeit, de opwaartse beweging van de lange marktrente nauwelijks volgen en in heel de projectieperiode vrij vlak blijven. Ook de gemiddelde rente op kredieten aan ondernemingen, die dichter aansluit bij het kortetermijnsegment, zou relatief constant blijven over de projectieperiode: eind 2017 zou ze uitkomen op 1,9%, wat ongeveer overeenstemt met het huidige peil.

De verwachtingen met betrekking tot de mondiale economische groei, ongerekend het eurogebied, zijn duidelijk versomberd sinds de voorjaarsprognoses van juni 2015, in het bijzonder voor de opkomende economieën. Daarnaast noopte het bovenvermelde recente zwakke verloop van de internationale handel ertoe de handelsintensiteit van die mondiale groei verder neerwaarts te herzien. Dat drukt vooral de groei van de afzetmarkten buiten het eurogebied, die in 2015 tot zelfs vrijwel nul zou teruglopen, dat is het laagste groeitempo sinds de grote recessie in 2009. De groei van de uitvoermarkten binnen het eurogebied werd in mindere mate neerwaarts herzien ten opzichte van de voorjaarsramingen. Al met al zou de groei van de afzetmarkten voor de Belgische exporteurs wel nog steeds gestaag toenemen tot bijna 5% in 2017.

Het verloop van de Belgische uitvoer wordt niet alleen bepaald door de groei van die afzetmarkten, maar ook door het verloop van de marktaandeelen, en bijgevolg door het Belgische concurrentievermogen. Wat de kostenaspecten van dit concurrentievermogen betreft, is het verloop van de door concurrenten op de uitvoermarkten gehanteerde prijzen van belang. Onder meer ten gevolge van de depreciatie van de euro zouden de, in euro uitgedrukte, prijzen van de concurrenten op de uitvoermarkten in 2015 met 3,0% stijgen, nadat ze in 2013 en 2014 telkens waren gedaald. Stilaan leidt de aantrekkende inflatie, in het eurogebied maar ook elders, in 2017 ook zonder wisselkoerswijzigingen wel opnieuw tot een opwaartse prijsdruk bij de concurrenten van de Belgische uitvoerders.



Al met al heeft de bijstelling van de hypothesen in vergelijking met de recentste voorjaarsramingen een negatieve impact op de Belgische groeivoorzichten. De neerwaartse impact van de minder gunstige internationale omgeving wordt immers slechts ten dele gecompenseerd door het iets lagere rentepeerl en de afgenomen olieprijs.

HYPOTHESEN BIJ DE PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM

(in %, tenzij anders vermeld)

	2015	2016	2017
	(jaargemiddelden)		
Wisselkoers van de euro t.o.v. de Amerikaanse dollar	1,11	1,09	1,09
Aardolieprijs (Amerikaanse dollar per vat)	53,8	52,2	57,5
Driemaands interbancaire rente in euro	0,0	-0,2	-0,1
Rente op tienjaars obligaties van de Belgische Staat	0,9	1,1	1,4
Rente op kredieten aan ondernemingen	2,0	1,8	1,8
Rente op hypothecaire leningen aan huishoudens	2,5	2,3	2,4
	(veranderingspercentages)		
Voor België relevante uitvoermarkten	3,1	4,2	4,8
Prijzen van de concurrenten bij de uitvoer	3,0	1,0	2,2

Bron: Eurosysteem.

1.2 De ramingen voor het eurogebied

De najaarsprognoses van het Eurosysteem zijn voor het eurogebied iets minder gunstig dan de recentste voorjaarsprognoses en sluiten heel dicht aan bij de ECB-ramingen van september 2015. De groei zou dit jaar fors aantrekken tot 1,5% en tegen 2017 verder toenemen tot bijna 2%. Het herstel wordt daarbij ondersteund door de gunstige randvoorwaarden, zoals de goedkopere euro en het lage rentepeerl, die mede in de hand zijn gewerkt door het monetair beleid. De zwakkere buitenlandse vraag zou, ondanks relatief belangrijke winsten aan marktaandeelen, een ongunstig effect hebben op de groeibijdrage van de netto-uitvoer. Dit zou evenwel worden gecompenseerd door een krachtige toename van de binnenlandse vraag en, meer bepaald, van de particuliere consumptie en de investeringen.

De inflatie in het eurogebied heeft een dieptepunt bereikt in januari 2015 maar is sindsdien, vooral onder invloed van de terug gestegen olieprijs, weer toegenomen, ook al zou ze dit jaar gemiddeld nog op zowat nul uitkomen. De prognoses wijzen op een verdere stijging tot

gemiddeld 1,6% in 2017. Dat is slechts ten dele toe te schrijven aan de veronderstelde ommekeer in de prijsdruk van de volatiele componenten, zoals de olieprijs. Ook de onderliggende inflatie, dat is de inflatie ongerekend die volatiele componenten, zou tijdens de projectieperiode immers zowat verdubbelen tot 1,6% in 2017. Deze toename houdt verband met de aantrekkende loongroei en de stijgende winstmarges voor ondernemingen maar ook met de vertraagde impact van de zwakkere euro die invoer duurder maakt.

Het herstel op de arbeidsmarkt heeft dit jaar aan kracht gewonnen en de werkgelegenheid zou relatief snel blijven operen tot 2017. Dat herstel wordt uiteraard aangewakkerd door de toenemende economische groei, maar ook door de impact van de recente arbeidsmarkthervormingen en de specifieke maatregelen om de groei van de loonkosten af te remmen in bepaalde landen. Voor het eurogebied als geheel zou de werkloosheidsgraad verder afnemen tot zowat 10% in 2017, wat bijna 2 procentpunt lager is dan het in 2013 bereikte peerl. Het arbeidsaanbod wordt daarbij verhoogd door de grotere netto-immigratie als gevolg van de toevloed van vluchtelingen.

TABEL 2 PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM VOOR HET EUROGEBIED

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

	2015 r	2016 r	2017 r
Bbp	1,5	1,7	1,9
Finale consumptieve bestedingen van huishoudens en izw's	1,6	1,9	1,7
Finale consumptieve bestedingen van de overheid	1,4	1,2	1,0
Brutovorming van vast kapitaal	2,3	2,8	3,8
Uitvoer van goederen en diensten	4,8	4,0	4,8
Invoer van goederen en diensten	5,3	4,8	5,3
Inflatie (HICP) ⁽¹⁾	0,1	1,0	1,6
Onderliggende inflatie ⁽¹⁾⁽²⁾	0,9	1,3	1,6
Binnenlandse werkgelegenheid ⁽¹⁾	1,0	1,0	1,0
Werkloosheidsgraad ⁽³⁾	11,0	10,5	10,1
Financieringsbehoefte (–) of –vermogen van de overheid ⁽⁴⁾	–2,0	–2,0	–1,8

Bron: ECB.

(1) Veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar.

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

(3) In % van de beroepsbevolking.

(4) In % bbp.

Het gemiddelde begrotingstekort van het eurogebied zou afnemen tot nog 1,8% bbp in 2017. Die verbetering is evenwel enkel toe te schrijven aan de aantrekkende conjunctuur en de nog verder dalende rentelasten door het ongewoon lage rentepeil. Het onderliggende begrotingsbeleid zou gedurende de beschouwde periode daarentegen in beperkte mate worden versoepeld.

2. Bedrijvigheid en vraag

In de eerste jaarhelft van 2015 nam de economische bedrijvigheid in België opnieuw gestaag toe, in een gemiddeld groeitempo dat vergelijkbaar is met dat in de tweede helft van 2014 en overeenkomt met een jaargroei met zowat 1,5%. De groei werd daarbij in belangrijke mate gedragen door de krachtige expansie van de particuliere consumptie, die werd geschraagd door een verbeterd consumentenvertrouwen, met vooral lagere werkloosheidsverwachtingen, alsook door de toename van de reële inkomens ten gevolge van de forse olieprijsdaling. Aan de productiezijde kwam het herstel in alle belangrijke bedrijfstakken tot uiting, maar de groei werd toch hoofdzakelijk geschraagd door de toegenomen bedrijvigheid in de marktdiensten.

Vanaf de zomer is de Belgische economie, net als die in het eurogebied, evenwel vertraagd. Hoewel de door de Bank in juni 2015 geraamde groei in het tweede en het

derde kwartaal vrij dicht aansluit bij de huidige kwartaalstatistieken, lijkt die verzwakking volgens de eerste flashraming van het INR iets groter uit te vallen dan de vertraging waarmee in de voorjaarsprognoses al rekening was gehouden: de kwartaalgroei, die nog 0,5% beliep in het tweede kwartaal, zou in het derde kwartaal zijn afgezwakt tot nog slechts 0,2%. Deze verzwakking staat uiteraard niet los van de vertraging in de wereldeconomie, die samengaat met een scherpe verslechtering van de vertrouwensindicatoren. Het consumentenvertrouwen liep na juni sterk terug en zakte zelfs tijdelijk onder zijn langetermijngemiddelde. Opvallend daarbij is de opflakking van de werkloosheidsverwachtingen, die – na een trendmatige verbetering gedurende zowat een jaar – in september plots toenamen tot het eind vorig jaar bereikte peil, al zou dat vooral te maken hebben met de intensivering van specifieke geopolitieke spanningen. Ook het producentenvertrouwen ging volgens de enquêtes van de Bank aanzienlijk achteruit sinds de zomer.

Aan het begin van het laatste kwartaal laten die vertrouwensindicatoren wel een herstel optekenen. Tegen deze achtergrond wijzen onze kortetermijnvoorspellingen voor dit kwartaal op een licht aantrekkende kwartaalgroei tot ongeveer 0,3%, waardoor de jaargroei voor 2015 uiteindelijk op 1,4% zou uitkomen. De groei zou in 2016 heel licht afnemen en in 2017 aansterken tot 1,6%. In vergelijking met de voorjaarsprognoses van 2015 vormen de huidige ramingen, ondanks de iets grotere vertraging

in de tweede jaarhalf, een licht opwaartse herziening van de verwachte jaargroei voor 2015. Dit is echter enkel het gevolg van een overloopeffect dat – op basis van de eind september 2015 gepubliceerde nationale rekeningen – door de opwaartse herziening van de groei in 2014 gunstiger is dan in de statistieken die op het ogenblik van de voorjaarsprognoses beschikbaar waren.

Op jaarbasis zou de groei in 2015 in belangrijke mate worden geschaagd door de binnenlandse vraag, ook al zou de particuliere consumptie in de tweede jaarhalf, ten gevolge van het verslechterde vertrouwen en het geleidelijk verdwijnen van de gunstige impact van de lagere olieprijs op de inkomensgroei, duidelijk vertragen. Voorts is ook de bijdrage van de voorraadwijzigingen tot de groei positief; de ondernemingen zouden hun voorraden in de eerste helft van dit jaar – overigens voor het eerst sinds 2011 – trager hebben verminderd of sneller hebben opgebouwd. Hoewel het niet valt uit te sluiten en zelfs waarschijnlijk is dat ze dit in de nabije toekomst opnieuw zullen doen, werd zoals gebruikelijk voor alle kwartalen in de projectieperiode uitgegaan van de technische hypothese dat de voorraadwijziging groeineutraal zou zijn, ook al vanwege de grote statistische onzekerheid omtrent dit concept. De positieve bijdrage van de voorraden in 2015 wordt overigens bijna volledig gecompenseerd door een negatieve groeibijdrage van de netto-uitvoer. Hoewel de uitvoergroei op kwartaalbasis steeds is toegenomen en onder meer werd gestimuleerd door de depreciatie van de euro, is de invoer op jaarbasis sterker gegroeid. Hierbij moet wel rekening worden gehouden met het feit dat bepaalde belangrijke aankopen van specifieke investeringsgoederen in het buitenland, hoewel deze geen invloed hebben op de bbp-groei, de groeicijfers van de invoer maar dus ook van de bedrijfsinvesteringen en de binnenlandse vraag enigszins vertekenen. Dat geldt als gevolg van overloopeffecten ook nog voor de groeicijfers van 2016. Ongerekend deze specifieke factoren zou de netto-uitvoer in 2015 een licht positieve groeibijdrage hebben geleverd.

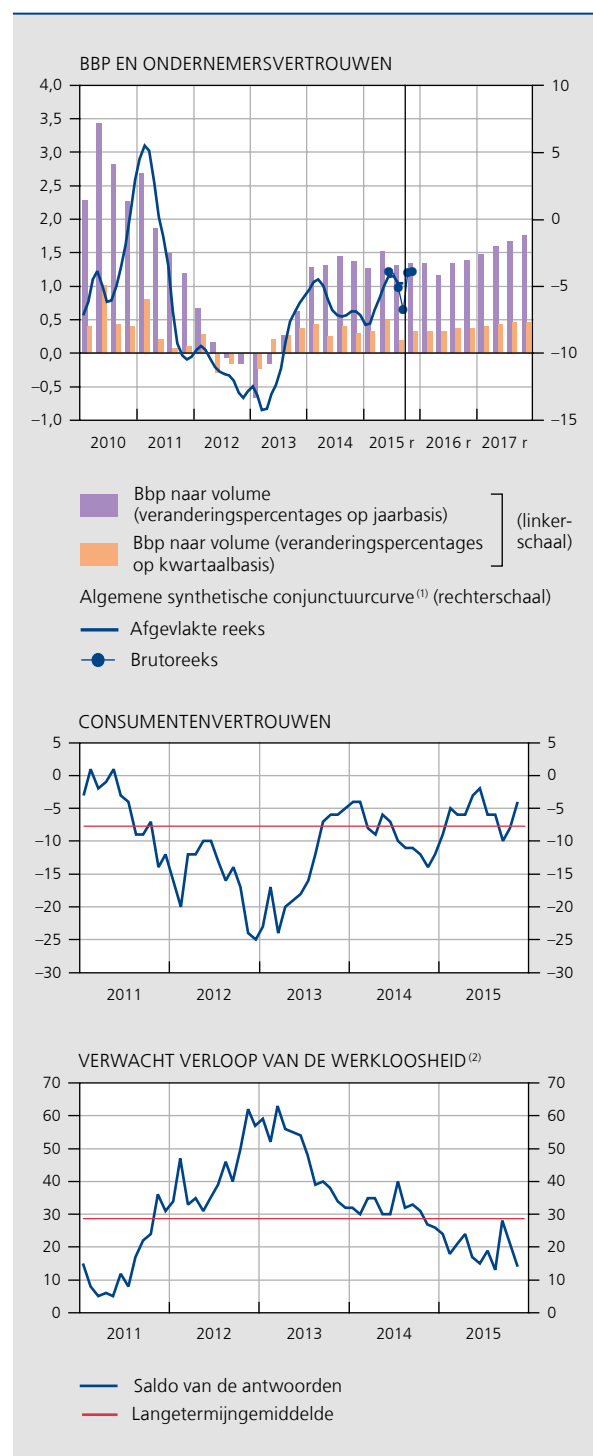
De ten opzichte van de voorjaarsprognoses iets voorzichtigere inschatting voor de groei van de bedrijvigheid in de twee volgende jaren kan enerzijds worden gerelateerd aan het zwakkere overloopeffect door de lichte groeivertraging in de tweede helft van 2015, maar anderzijds, meer in het algemeen, vooral aan de neerwaartse bijstelling van de voor België relevante uitvoermarkten, zoals besproken in Kader 1.

Toch blijft de netto-uitvoer in beide jaren een weliswaar beperkte positieve bijdrage leveren tot de groei. Dit is overigens ook zo indien de cijfers worden gezuiverd voor specifieke aankopen van investeringsgoederen in het buitenland, waarbij dient te worden aangestipt dat ook

voor 2016 nog rekening wordt gehouden met bepaalde belangrijke investeringen in de scheepvaart.

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN HET BBP EN VERTROUWENSINDICATOREN

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



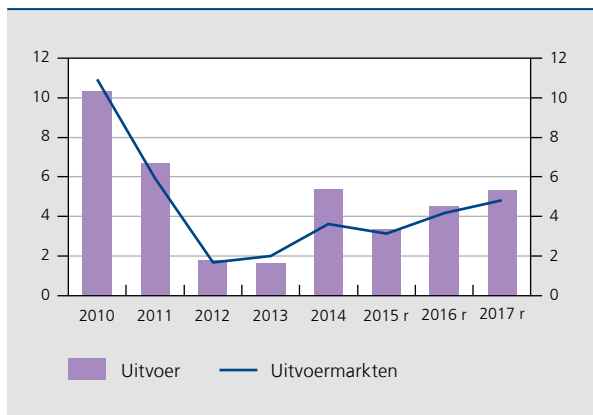
Bronnen: INR, NBB.

(1) Niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

(2) Wat de werkloosheidsvooruitzichten betreft, wijst een stijging op de grafiek op een minder gunstige ontwikkeling en een daling op een gunstigere ontwikkeling.

GRAFIEK 3 UITVOER EN UITVOERMARKTEN

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



Bronnen: INR, NBB.

Meer in het algemeen leiden de diverse inspanningen om de groei van de loonkosten af te remmen, zoals de indexsprong, de verlagingen van de lasten voor werkgevers en de beperkingen van de groei van de contractuele lonen, tot een verbetering van de concurrentiekracht van de Belgische uitvoerders op het vlak van de kosten. Het verloop van de loonkosten per eenheid product, dat in

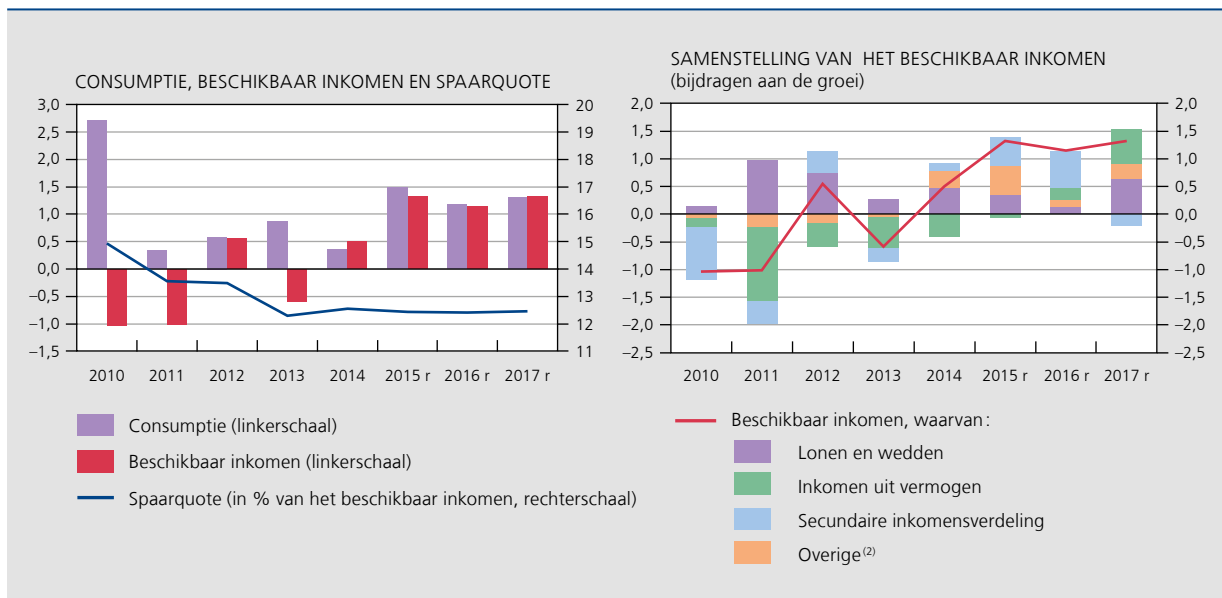
hoofdstuk 4 nader wordt toegelicht, blijft immers ver onder dat in de belangrijkste buurlanden en in het eurogebied in het algemeen. Hoewel dit kostenvoordeel slechts met enige vertraging en niet noodzakelijk volledig in de prijzen wordt doorberekend, waardoor de marges van de ondernemingen zeker op korte termijn toenemen, wordt het prijsverloop van vooral de verhandelbare goederen en diensten hierdoor gematigd, wat de uitvoer ten goede komt. In deze prognoses wordt dan ook verwacht dat de Belgische uitvoerders hun marktaandeel verder zullen uitbreiden met zowat 0,2 % à 0,5 % per jaar.

Aan het einde van de projectieperiode zal de groeibijdrage van de netto-uitvoer verzwakken. Enerzijds zullen de exporterende ondernemingen in de loop van 2017 weer minder snel marktaandeel winnen door de sterkere toename van de loonkosten in dat jaar. Anderzijds zullen de aantrekkelijke binnenlandse bestedingen, waaronder de particuliere consumptie, tot een hogere groei van de invoer leiden.

Wat die binnenlandse bestedingen betreft, zou de particuliere consumptie, na de vertraging sinds de zomer van dit jaar, gedurende de hele projectieperiode een vrij matig groeitempo vertonen. Dat heeft in de eerste plaats te maken met de beperkte groei van het gezinsinkomen, die vooral terug te voeren is op de primaire arbeidsinkomens. Ondanks de stijgende werkgelegenheid en

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

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

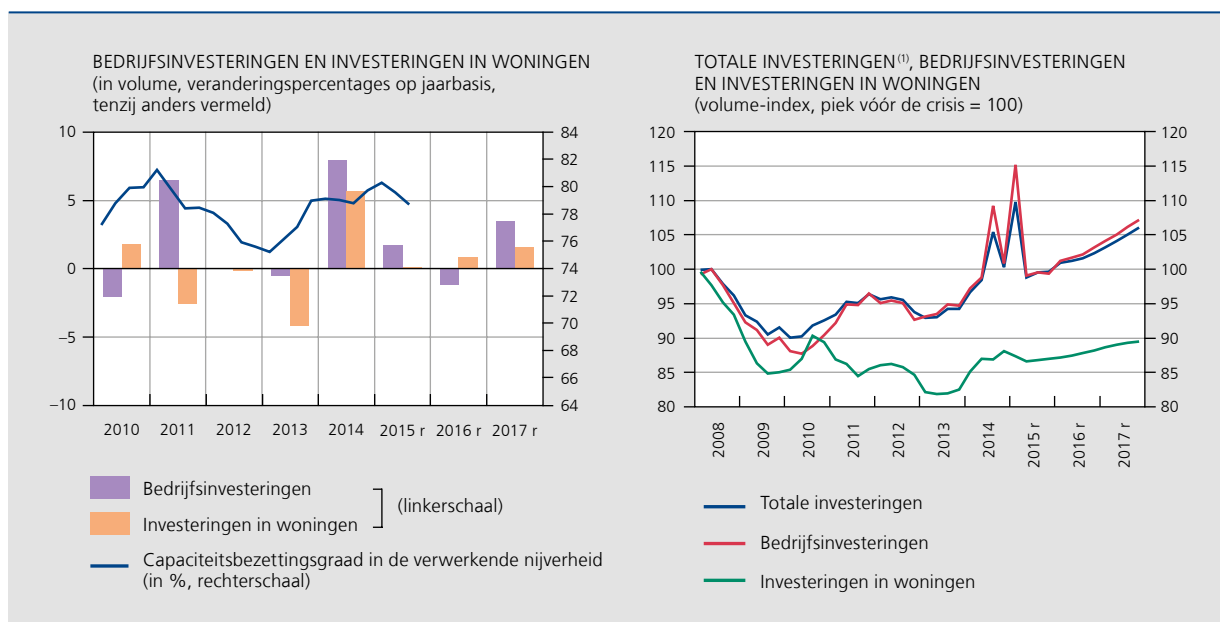


Bronnen: INR, NBB.

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

(2) De categorie 'overige' omvat het bruto-exploitationsoverschot en het bruto gemengd inkomen (van de zelfstandigen).

GRAFIEK 5 PARTICULIERE INVESTERINGEN



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

de – weliswaar geringe – toename van de contractuele lonen, zouden deze laatste in 2016 vrij vlak blijven in reële termen. Dat is te wijten aan de impact van de indexsprong die zich nog tot in 2016 laat voelen en aan de diverse verhogingen van indirecte belastingen en de heffingen op het huishoudelijk elektriciteitsverbruik die de Vlaamse overheid heeft ingevoerd. Bepaalde verhogingen van indirecte belastingen, zoals de accijnzen op alcohol, tabak en diesel, doen bovendien de gezondheidsindex niet stijgen en geven dus geen aanleiding tot een snellere indexering.

Het zwakke verloop van de primaire arbeidsinkomens wordt nog wel enigszins gecompenseerd door een gunstigere secundaire inkomensverdeling. Dat vloeit onder meer voort uit de verlaging van de personenbelasting, hoofdzakelijk voor de laagste inkomens en middeninkomens, die in het kader van de taxshift werd goedgekeurd. Al met al valt de reële inkomensgroei van de particulieren in 2016 enigszins terug. De gezinnen zouden hun consumptie in zowat dezelfde mate terugschroeven en hun spaarquote zou dan ook op het historisch lage peil blijven dat in 2015 is bereikt en dat, overigens, weinig afwijkt van het gemiddelde in het eurogebied.

In 2017 zouden de reële arbeidsinkomens wel sterker opveren, ten gevolge van de hogere nominale loongroei, die wordt geschaagd door de reactivering van de indexeringsmechanismen en de iets lagere inflatie. Aangezien

Belgische gezinnen belangrijke netto financiële activa bezitten, leidt de veronderstelde toename van de lange rente samen met de hogere dividenduitkeringen van vennootschappen tot sterk aantrekkelijke vermogensinkomens in 2017. Deze inkomens worden evenwel in relatief grotere mate gespaard; de consumptiegroei wordt vooral bepaald door het inkomen uit arbeid en de vervangingsuitkeringen. De particuliere consumptie zou dus wel iets versnellen in 2017 maar dat zou gepaard gaan met een lichte opwaartse knik in de spaarquote van de particulieren.

Ook de bestedingen van de gezinnen voor woningbouw zouden slechts een matige groei vertonen. Volgens de huidige kwartaalstatistieken namen die investeringen in de eerste jaarhelft flink af, zij het na een stevige groei in 2014. Die daling kan deels verband houden met anticipatie-effecten naar aanleiding van de aangekondigde inkrimping van de woonbonus in het Vlaamse Gewest vanaf 1 januari 2015, waardoor vele gezinnen hun bouwplannen of de aankoop van een bestaande woning in dat gewest hebben vervroegd. Ook de transacties op de secundaire markt kunnen het verloop van de investeringen beïnvloeden, aangezien de betaalde registratierechten er overeenkomstig de ESR 2010-methodologie deel van uitmaken. De huidige prognoses gaan uit van een zeer geleidelijke normalisatie en een daaropvolgend herstel, waarbij de groei op jaarbasis in 2015 op vrijwel nul uitkomt maar

TABEL 3

BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN⁽¹⁾

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

	2013	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Consumptieve bestedingen van huishoudens en izw's	0,9	0,4	1,5	1,2	1,3
Consumptieve bestedingen van de overheid	-0,1	0,6	0,6	0,4	0,4
Brutovorming van vast kapitaal	-1,7	7,0	1,8	-0,4	3,0
door de overheid	-3,7	4,0	5,6	1,6	3,1
in woningen	-4,1	5,7	0,2	0,9	1,6
van de ondernemingen	-0,5	8,0	1,8	-1,2	3,5
<i>p.m. Binnenlandse bestedingen, ongerekend voorraadwijziging ..</i>	<i>0,0</i>	<i>1,9</i>	<i>1,3</i>	<i>0,6</i>	<i>1,5</i>
Voorraadwijziging ⁽¹⁾	-0,7	-0,2	0,5	0,1	0,0
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽¹⁾	0,7	-0,4	-0,5	0,6	0,2
Uitvoer van goederen en diensten	1,6	5,4	3,4	4,5	5,3
Invoer van goederen en diensten	0,8	5,9	4,0	3,9	5,3
Bruto binnenlands product	0,0	1,3	1,4	1,3	1,6

Bronnen: INR, NBB.

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

dan opveert in de twee volgende jaren. Zeker in 2016 wordt dat herstel verder in de hand gewerkt door de blijvend lage hypotheekrente. Desondanks zouden deze investeringen eind 2017 nog wel zowat 10 % onder het peil van vóór de grote recessie liggen.

De groei van de bedrijfsinvesteringen is veel krachtiger, al wordt die dus vertekend door de bovenvermelde belangrijke specifieke aankopen van investeringsgoederen in het buitenland. Zo is de schijnbare afname van deze investeringen in 2016 enkel te wijten aan de zeer grote specifieke aankoop in de farmaceutische nijverheid in het begin van 2015. Ongerekend de specifieke factoren, zouden de bedrijfsinvesteringen in de projectieperiode gestaag toenemen, waarbij de groei op jaarbasis eind 2017 bijna 4 % zou bedragen.

De groei van de bedrijfsinvesteringen zal worden ondersteund door de toenemende winstmarges van de ondernemingen, in combinatie met hun grote cashreserves en de huidige lage rente en soepeler financieringsvoorwaarden. Verder ligt de bezettingsgraad in de verwerkende nijverheid al enige tijd iets boven het langjarige gemiddelde en dus zou de toenemende vraag steeds meer aanleiding geven tot uitbreidingsinvesteringen. Begin 2016 zouden de bedrijfsinvesteringen overigens al terugkeren tot het peil van vóór de grote recessie.

Wat de overheidsbestedingen betreft, zou de volumegroei van de overheidsconsumptie in 2016 en 2017 afnemen,

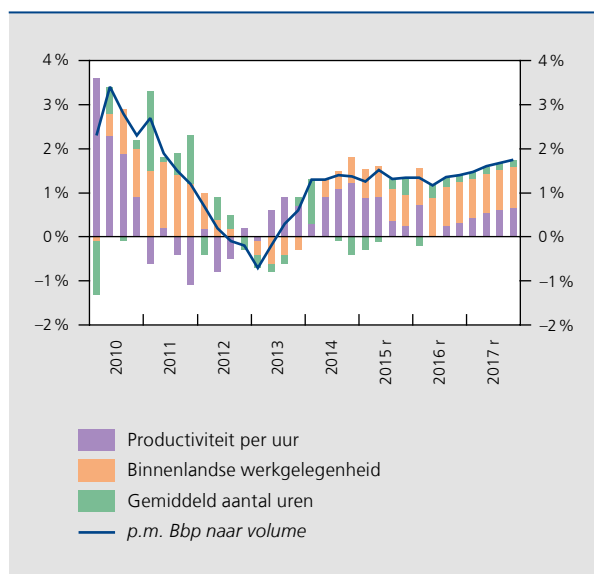
ten gevolge van de consolidatiemaatregelen, die onder meer tot een inkrimping van het personeelsbestand moeten leiden. De overheidsinvesteringen zouden dit jaar onder meer door de versnelde scholenbouw, hoofdzakelijk door de Vlaamse Gemeenschap, sterk toenemen naar volume, waarna ze minder krachtig zouden groeien in 2016 en 2017.

3. Arbeidsmarkt

Het economische herstel vanaf het tweede kwartaal van 2013 heeft al snel de werkgelegenheid doen aantrekken. Deze groei is relatief constant met zowat 0,1 à 0,2 % op kwartaalbasis, al werd die opleving eerst nog in beperkte mate gecompenseerd door een lichte afname van de gemiddelde werktijd per persoon. Gedurende de projectieperiode zou de vraag naar arbeid gestaag blijven toenemen en zou ze, volgens de huidige prognoses, vrijwel niet worden afgeremd door de beperkte conjunctuurvertraging vanaf de tweede jaarhelft van 2015, in het bijzonder ten gevolge van de diverse maatregelen om de arbeidskosten te drukken en indienstnemingen goedkoper te maken voor werkgevers. Dat houdt wel in dat de arbeidsproductiviteit in het begin van de projectieperiode duidelijk vertraagt en maar geleidelijk weer verbetert naarmate de economische groei aan kracht wint. Aangezien het aantal gewerkte uren per persoon slechts licht zou toenemen, zou de groeiende arbeidsvraag zich vrijwel volledig vertalen in een stijgende werkgelegenheid.

GRAFIEK 6 BINNENLANDSE WERKGELEGENHEID, ARBEIDSDUUR EN PRODUCTIVITEIT

(bijdrage aan de groei op jaarbasis van het bbp, in procentpunt; voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)



Bronnen: INR, NBB.

Al met al zou de binnenlandse werkgelegenheid tijdens de periode 2015-2017 met 114 000 eenheden toenemen. Deze groei wordt beïnvloed door het opnieuw aantrekken van de bedrijvigheid, maar ook door het beleid inzake loonkostenmatiging. Zowel de zelfstandigen als de werknemers zullen tot de opleving van de werkgelegenheid bijdragen. In tegenstelling tot de voorgaande jaren zouden de conjunctuurgevoelige bedrijfstakken de belangrijkste groeimotor zijn, gevolgd door de overige diensten. Als gevolg van de besparingsmaatregelen van de overheid zou het personeelsbestand in de bedrijfstak overheid en onderwijs teruglopen, waardoor de opwaartse tendens van het laatste decennium wordt doorbroken. De groei van de bevolking op arbeidleeftijd zwakt al geruime tijd af door de vergrijzing maar het effect daarvan op de beroepsbevolking wordt ten dele gecompenseerd door de trendmatige toename van de participatiegraad. Deze laatste wordt geschaagd door de stijging van de participatiegraad van de oudere werknemers als gevolg van de door de federale overheid genomen maatregelen om de vervroegde uitredingen uit de arbeidsmarkt in te perken, waaronder met name de afschaffing van het statuut van oudere werkloze en de verscherpte criteria inzake toegang tot het stelsel van werkloosheid met bedrijfstoeslag. Bovendien zorgt de huidige hogere netto-instroom van

TABEL 4 ARBEIDSAANBOD EN -VRAAG

(voor seizoeninvloeden gezuiverde gegevens, verandering in duizenden personen, tenzij anders vermeld)

	2013	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Totale bevolking	57	55	53	58	56
Bevolking op arbeidleeftijd	12	9	10	16	11
Beroepsbevolking	6	29	13	27	24
Grensarbeiders	-1	-1	0	0	0
Binnenlandse werkgelegenheid	-18	16	32	40	42
Loontrekkenden	-24	9	23	31	32
Conjunctuurgevoelige bedrijfstakken ⁽¹⁾	-25	-4	11	18	22
Overheid en onderwijs	3	5	-2	1	-3
Overige diensten ⁽²⁾	-1	7	14	12	13
Zelfstandigen	6	7	9	9	10
Niet-werkende werkzoekenden	25	14	-18	-13	-18
<i>p.m. Geharmoniseerde werkloosheidsgraad⁽³⁾⁽⁴⁾</i>	8,5	8,6	8,7	8,4	8,1
<i>Geharmoniseerde werkgelegenheidsgraad⁽³⁾⁽⁵⁾</i>	67,2	67,3	67,1	67,3	67,8

Bronnen: ADS, EC, FPB, INR, NBB.

(1) Landbouw, industrie, energie en water, bouwnijverheid, handel en horeca, vervoer en communicatie, financiële activiteiten en vastgoed en diensten aan bedrijven.

(2) Gezondheidszorg, maatschappelijke dienstverlening, collectieve sociale en persoonlijke diensten en huishoudelijke diensten.

(3) Op basis van de gegevens van de enquête naar de arbeidskrachten.

(4) Werkzoekenden in procenten van de beroepsbevolking (15-64 jaar).

(5) Werkenden in procenten van de totale bevolking op arbeidleeftijd (20-64 jaar).

migranten en met name van vluchtelingen, voor een lichte aanwas van de bevolking op arbeidsleeftijd, een impact die, in de gemiddelde jaarcijfers, pas vanaf 2016 duidelijk zichtbaar is. De toename van de bevolking op arbeidsleeftijd en de beroepsbevolking is dan ook vooral vanaf dat jaar opwaarts herzien ten opzichte van de voorjaarsprognoses.

Desalniettemin groeit de arbeidsvraag nog krachtig genoeg om die hogere stijging van de beroepsbevolking op te vangen. Het aantal werklozen zou vanaf 2015 beginnen te dalen, na een toename gedurende drie opeenvolgende jaren. Hoewel die daling in 2016 wat wordt afgeremd, zouden er aan het einde van de projectieperiode toch ongeveer 49 000 werklozen minder zijn dan begin 2015. De geharmoniseerde werkloosheidsgraad die wordt opgesteld op basis van de enquête naar de arbeidskrachten en de definities van het Internationaal Arbeidsbureau, en die de verhouding uitdrukt tussen het aantal werklozen die beschikbaar zijn voor de arbeidsmarkt en actief een baan zoeken (ongeacht of ze al dan niet bij de RVA geregistreerd zijn als uitkeringsgerechtigde werkloze) en de beroepsbevolking, zou bijgevolg teruglopen van 8,6% in 2014 tot 8,1% in 2017.

4. Prijzen en kosten

Net als in de voorjaarsprognoses wordt het verloop van de loonkosten in het eerste deel van de projectieperiode

sterk gedrukt door de diverse maatregelen die de federale overheid heeft genomen om de loonkloof met de drie belangrijkste buurlanden te verkleinen en de concurrentiekracht van de Belgische ondernemingen op het vlak van de kosten te verbeteren. Die maatregelen bestaan met name uit de bevrozing en, in 2016, de matiging van de conventionele loonsverhogingen, de tijdelijke opschorting van de indexeringsmechanismen (de indexsprong) en de reeds eerder, in het kader van het competitiviteitspact, geplande verdere omvangrijke verminderingen van de heffingen op arbeid in 2016 via onder meer extra verminderingen van de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid en een toename van de vrijstelling van bedrijfsvoorheffing voor nacht- en ploegenwerk.

In het kader van de taxshift wordt de vermindering van de loonkosten in 2016 evenwel nog versterkt. Het is de bedoeling het gemiddelde tarief voor de werkgeversbijdragen terug te brengen tot 25% in 2018, met specifieke aandacht voor de lage en gemiddelde lonen. Daarnaast werden nog aanvullende maatregelen genomen om de werkgelegenheidscreatie bij kmo's te stimuleren, onder meer via specifieke verminderingen van de loonkosten, die volgens de ESR 2010-methodologie ook als subsidie worden geboekt, aangezien het om een doelgroepenmaatregel gaat.

Om de daling van het tarief van de werkgeversbijdragen tot 25% te realiseren, werd eveneens besloten de

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

	2013	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Loonkosten in de private sector ⁽¹⁾					
Loonkosten per gewerkt uur	2,5	0,6	0,2	0,2	1,9
waarvan indexering	1,9	0,8	0,1	0,4	1,1
Arbeidsproductiviteit ⁽²⁾	0,4	0,9	0,6	0,3	0,5
Loonkosten per eenheid product	2,1	-0,3	-0,4	-0,1	1,3
<i>p.m. Loonkosten per gewerkt uur volgens de nationale rekeningen⁽³⁾</i>	<i>2,5</i>	<i>0,7</i>	<i>0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>1,7</i>
Onderliggende inflatietendens ⁽⁴⁾	1,4	1,5	1,6	1,4	1,4
Energiedragers	-4,6	-6,0	-7,7	4,0	3,2
Voedingsmiddelen	3,6	0,8	1,8	2,4	2,0
HICP	1,2	0,5	0,6	1,9	1,7
Gezondheidsindex	1,2	0,4	1,1	1,7	1,4

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

(1) De loonkosten worden hier niet weergegeven volgens het concept van de nationale rekeningen, maar volgens een ruimer concept dat eveneens de bijdragenverminderingen voor de doelgroepen en loonsubsidies omvat. Dit concept is een betere voorstelling van de werkelijke loonkost voor de ondernemingen.

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

(3) Zonder inbegrip van de loonsubsidies en de bijdragenverminderingen voor doelgroepen.

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

bestaande lineaire vrijstelling van de doorstorting van de bedrijfsvoorheffing, de zogenaamde IPA-korting, van 1 % in de profitsector om te zetten in een verlaging van de werkgeversbijdragen. In tegenstelling tot de bovenvermelde maatregelen leidt dat besluit evenwel niet tot een feitelijke vermindering van de arbeidskosten voor de werkgevers en heeft het dan ook geen macro-economische effecten, aangezien het enkel om een verschuiving tussen loonsubsidies en sociale bijdragen gaat.

Loonsubsidies worden evenwel niet opgenomen in het concept van de loonkosten zoals dat traditioneel wordt gemeten in de nationale rekeningen. In bovenstaande tabel 5 worden beide voorstellingswijzen weergegeven, waarbij dus vooral de ruimere definitie met inbegrip van de loonsubsidies relevant is voor de bedrijven. Daarin stijgen de loonkosten per gewerkt uur in de periode 2016-2017 iets sneller dan volgens het concept van de nationale rekeningen. Het bedrag van de loutere boekhoudkundige verschuiving van de IPA-korting, die dat laatste concept vertekent, valt immers groter uit dan de verdere uitbreiding van de loonsubsidies die niet in dat concept zijn opgenomen.

In het totaal zou die verlichting van de lasten op arbeid de loonkosten per gewerkt uur met ongeveer 1 % verminderen over de projectieperiode, waarbij het zwaartepunt in 2016 ligt. Dat is, door de opname van de taxshift, zowat dubbel zo veel als in de voorjaarsprognoses. Opvallend is wel dat de loonkosten per eenheid product niet in dezelfde mate neerwaarts zijn herzien. De impact van de grotere vermindering van de lasten op arbeid wordt immers grotendeels gecompenseerd door twee andere elementen. Enerzijds verhoogt de tragere groei van de productiviteit in 2016 die van de loonkosten per eenheid product. Anderzijds loopt de inflatie sneller op en verhogen bepaalde nieuwe indirecte belastingen, met name die welke de elektriciteitsprijs doen stijgen, de gezondheidsindex. Daardoor zijn de effecten van de indexesprong sneller uitgewerkt dan in de voorjaarsprognoses werd verwacht, en zouden de indexeringsmechanismen al opnieuw in werking treden aan het einde van het eerste kwartaal van 2016. Hoewel dit uiteraard een geleidelijk proces zal zijn, dat afhankelijk is van de specifieke indexeringsregels in elke bedrijfstak, verhoogt het de indexering van de lonen al in 2016 maar vooral in 2017.

In verband met de andere elementen van de loongroei wordt er net als in de voorjaarsprognoses van uitgegaan dat de maximale marge van 0,67 % voor een conventionele loonstijging, uit de door de federale overheid opgelegde loonnorm, na drie jaar zonder reële conventionele verhogingen en tegen de achtergrond van een aanhoudend herstel van de arbeidsmarkt, in 2016 volledig zal

worden benut. Ook de ramingen voor de loondrift zijn nauwelijks herzien.

Al met al zouden de loonkosten per eenheid product in 2016, voor het derde jaar op rij, afnemen. In 2017 zouden de loonkosten dan weer relatief sterk toenemen. Enerzijds belooft het indexeringseffect door de aantrekende inflatie al meer dan 1 %. Anderzijds zouden de conventionele loonsverhogingen sneller groeien. Voor 2017 zijn de marges voor de reële conventionele aanpassingen nog niet bekend, aangezien de uitkomst van de onderhandelingen voor een centraal akkoord voor dat jaar pas in 2016 zal vaststaan. Net als de voorjaarsprognoses gaan de huidige ramingen in dat verband evenwel uit van de technische hypothese van een conventionele loongroei met 0,9 %. Deze lichte versnelling van de conventionele lonen, in vergelijking met de groei in 2016, houdt rekening met zowel het verder herstel van de arbeidsmarkt als de nog verwachte afbouw van de loonkloof met de buurlanden waardoor geleidelijk meer ruimte voor reële loonsverhogingen ontstaat.

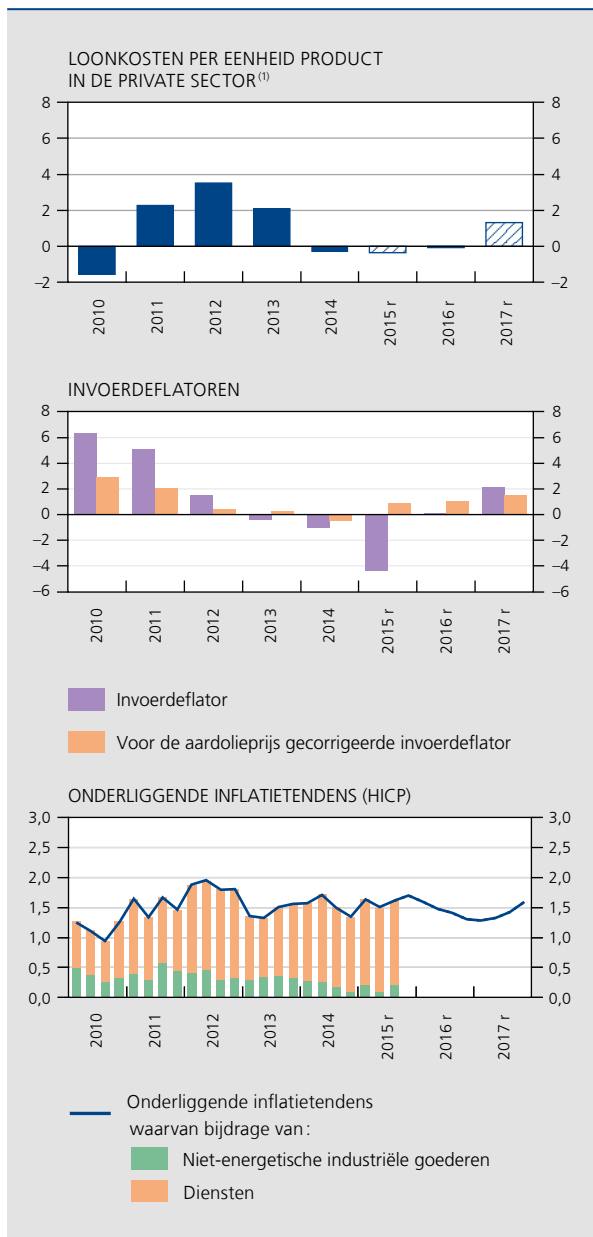
Het heel matige verloop van de arbeidskosten zou in principe geleidelijk – met enige vertraging – tot uiting moeten komen in de prijsvorming, en meer bepaald in de onderliggende inflatietendens, waarin de prijzen van de volatiele componenten, namelijk levensmiddelen en energiedragers, niet zijn meegerekend. Die onderliggende inflatie is in de afgelopen jaren, zeker op jaarbasis, evenwel nagenoeg ongewijzigd gebleven. In het laatste kwartaal van 2015 zou de onderliggende inflatietendens nog zowat 1,7 % belopen. Wat de buitenlandse componenten van de kostenstructuur betreft, stegen de invoerprijzen wel door de koersval van de euro na de zomer van 2014, die te maken had met de (verwachtingen omtrent) de versoepeling van het monetair beleid in het eurogebied. Vooral ingevoerde goederen of goederen waarvoor ingevoerde intermediaire inputs nodig zijn, worden daardoor een stuk duurder. Dit geldt vooral voor niet-energetische industriële goederen, en in mindere mate voor diensten. Anderzijds is de ingevoerde olie veel goedkoper geworden, waardoor de energiekosten voor de Belgische ondernemingen zijn gedaald en de gemiddelde invoerprijzen in 2015 eigenlijk zijn afgenomen.

Bovendien is de onderliggende inflatie in België ook in vergelijking met het eurogebied en de voornaamste buurlanden tot nu toe relatief hoog gebleven ondanks het betrekkelijk gunstige verloop van de arbeidskosten. Vooral in de dienstensector zijn de prijsstijgingen vooralsnog persistent, wat kan te maken hebben met bepaalde structurele factoren, zoals een relatief lage graad van concurrentie op bepaalde dienstenmarkten en vrij geringe productiviteitswinsten. Ook het bestaan van diverse

GRAFIEK 7

LOONKOSTEN EN ONDERLIGGENDE INFLATIETENDENS

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



Bronnen: EC, NBB.

(1) Met inbegrip van de loonsubsidies en doelgroepenverminderingen.

indexeringsmechanismen die de prijsvorming op heel wat markten bepalen en de prijzen slechts met vertraging of ten dele aanpassen aan de onderliggende kostenstructuur, kan een rol spelen.

Uit de huidige inflatievoorspellingen blijkt wel dat de heel beperkte binnenlandse kostendruk en het verdwijnen van de impact van de depreciatie van de euro de onderliggende inflatie geleidelijk zullen doen afbrokkelen,

al blijft de afname zeer klein. De onderliggende inflatie zou tegen eind 2016 dalen tot zowat 1,3%, alvorens opnieuw te stijgen onder impuls van de toenemende arbeidskosten. Uitgedrukt in jaargemiddelden blijft de onderliggende inflatie dan ook relatief stabiel in de projectieperiode, weliswaar op een peil dat iets lager ligt dan het huidige.

De totale inflatie wordt niet alleen bepaald door de onderliggende inflatietendens maar ook door het prijsverloop van de zogeheten volatiele componenten, te weten de energiedragers en de voedselprijzen, en door de invloed van exogene factoren, zoals de indirecte belastingen.

De diverse verhogingen van de heffingen op het verbruik zullen daarbij een belangrijke rechtstreekse impact hebben op het inflatiecijfer. Zo zullen de accijnzen stijgen (of zijn ze reeds gestegen) op diesel, alcohol, tabak en frisdrank, en is de btw op het huishoudelijk elektriciteitsverbruik in september opnieuw verhoogd van 6% tot 21%. Naast deze maatregelen die de federale overheid heeft genomen in het kader van de financiering van de taxshift, doen ook bepaalde maatregelen van de Vlaamse overheid de prijzen, en dan vooral die van elektriciteit, toenemen. Zo werd onder meer vanaf 2016 een heffing ingevoerd die tot doel heeft de historische schuld weg te werken die de distributienetbeheerders hebben opgebouwd door het verplicht toekennen van subsidies aan Vlaamse gezinnen die zelf energie produceren. Daarnaast worden bepaalde gereguleerde prijzen, zoals het inschrijvingsgeld voor het hoger onderwijs, verhoogd. Hoewel deze en andere maatregelen van de Vlaamse overheid de prijzen enkel in het Vlaamse Gewest verhogen, doen zij de gemiddelde Belgische inflatie toenemen, en voor zover ze in de gezondheidsindex zijn opgenomen, wat hier het geval is, leiden ze tot een hogere indexering van de Belgische lonen en vervangingsinkomens.

Ook het prijsverloop van energie en voedsel heeft een opwaartse impact op de inflatie in de projectieperiode. Gelet op de olieprijs hypothesen die zijn toegelicht in Kader 1, zou de negatieve impact van het prijsverloop van de energiedragers op de totale inflatie geleidelijk kleiner worden en vanaf 2016 omslaan in een positieve bijdrage. Samen met de verwachte sterkere toename van de voedselprijzen leidt dat, ondanks de eerst vlakke en dan dalende onderliggende inflatietendens, tot een duidelijke toename van de inflatie. Hoewel de inflatie dit jaar gemiddeld maar iets hoger zal zijn dan vorig jaar, loopt het jaargemiddelde ervan vanaf 2016 al op tot 1,9% en zou ze in 2017 slechts licht afnemen tot 1,7%. Daarbij zou de relatief hoge inflatie in 2016 voor zowat een derde terug te voeren zijn op de federale en Vlaamse maatregelen inzake indirecte belastingen en gereguleerde prijzen.

De gezondheidsindex, die wordt bepaald door de nationale consumptieprijsindex ongerekend alcohol, tabak en motorbrandstoffen, zou eveneens toenemen van 1,1 % in 2015 tot 1,7 % in 2016 en 1,4 % in 2017.

5. Overheidsfinanciën

5.1 Financieringssaldo

Op basis van de recentste ramingen wordt verwacht dat de overheidsfinanciën het jaar 2015 zullen afsluiten met een tekort van 2,9 % bbp. Tegen de eerder in dit artikel beschreven macro-economische achtergrond, zou dat tekort in 2016 eveneens uitkomen op 2,9 % bbp en in 2017 verminderen tot 2,5 % bbp.

De tekorten zouden zich voornamelijk voordoen bij de federale overheid, maar ook de gemeenschappen en gewesten en de lokale overheid zouden in de loop van de projectieperiode nog – weliswaar kleinere – tekorten vertonen. De rekeningen van de sociale zekerheid zouden daarentegen nagenoeg in evenwicht zijn.

De afname van het financieringstekort van de gezamenlijke overheid tussen 2014 en 2017 is uitsluitend het gevolg van de daling van de rentelasten. Er wordt immers verwacht dat de overheidsleningen die op vervaldag komen,

kunnen worden geherfinancierd tegen voor de overheid gunstige rentetarieven. De primaire uitgaven van hun kant zouden dalen met 1,5 procentpunt bbp, onder impuls van de indexsprong en de andere besparingsmaatregelen die de diverse regeringen en lokale overheden hebben genomen. De ontvangstenratio zou een vrijwel identieke daling vertonen. Hierdoor zou het primair saldo, dat in 2014 een evenwicht bereikte, vrij stabiel blijven in de loop van de projectieperiode.

Bij deze projecties is rekening gehouden met alle aangekondigde en voldoende gespecificeerde begrotingsmaatregelen, met inbegrip van de taxshift waartoe de federale overheid heeft besloten om de zware belastingdruk op het arbeidsinkomen te verlichten en te verschuiven naar andere belastinggrondslagen. De uitgaven vervat in de ramingen zouden hoger liggen dan de begrotingscijfers door de onvoldoende specificatie van een aantal maatregelen, onder meer met betrekking tot de uitgaven van de sociale zekerheid en de 'redesign' van de federale overheidsadministraties, en door de hypothese dat de kredietonderbenutting licht lager zou zijn dan wat door de regering wordt vooropgesteld. Tevens ligt de raming van de overheidsontvangsten lager dan de begrotingscijfers als gevolg van de verwachting dat de btw-ontvangsten minder snel zullen stijgen, het verbod (ingevolge een afspraak binnen het Eurosysteem) om de opbrengst uit de strijd tegen de fiscale fraude in aanmerking te nemen en een lagere inschatting van de opbrengst van sommige

TABEL 6 OVERHEIDSREKENINGEN
(in % bbp)

	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Gezamenlijke overheid				
Ontvangsten	52,0	51,1	50,8	50,4
Primaire uitgaven	52,0	51,2	51,0	50,5
Primair saldo	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Rentelasten	3,1	2,8	2,6	2,4
Financieringsbehoefte (-) of -vermogen	-3,1	-2,9	-2,9	-2,5
Financieringssaldo per deelsector				
Federale overheid ⁽¹⁾	-2,5	-2,5	-2,5	-2,0
Sociale zekerheid	0,0	0,1	0,0	0,0
Gemeenschappen en gewesten ⁽¹⁾	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Lokale overheid	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2

Bronnen: INR, NBB.

(1) Deze cijfers omvatten de voorschotten op de gewestelijke opcentiemen op de personenbelasting, alhoewel deze voorschotten volgens de methodologie van het ESR 2010 als louter financiële transacties worden beschouwd en de gewestelijke opcentiemen pas op het moment van de inkohiering in rekening worden gebracht.

maatregelen. Uit de projecties blijkt dat nog extra consolidatiemaatregelen vereist zijn om de begrotingsdoelstellingen gericht op het behalen van een structureel evenwicht in 2018 te bereiken.

5.2 Ontvangsten

De overheidsontvangsten, uitgedrukt in procenten bbp, zouden in 2015 met 0,9 procentpunt afnemen en in 2016 en 2017 verder teruglopen met telkens 0,3 procentpunt. Daarmee blijft de in 2014 ingezette daling van de ontvangstenratio aanhouden, waarbij vooral de heffingen op arbeidsinkomens sterk zouden verminderen.

De daling van de ontvangsten in 2015 wordt veroorzaakt door zowel een daling van de fiscale en parafiscale ontvangsten als een afname van de overige ontvangsten. De personenbelasting en de sociale bijdragen worden gedrukt door de inkrimping van het aandeel van de lonen in het bbp die voortvloeit uit de indexsprong en de bevrozing van de reële conventionele lonen. Voor de personenbelasting wordt dit effect versterkt door de verhoging van de aftrekbare forfaitaire beroepskosten waarmee rekening wordt gehouden bij de berekening van de bedrijfsvoorheffing. De roerende voorheffing zou

eveneens dalen als gevolg van de wetwijziging in verband met de liquidatieboni waarvoor de roerende voorheffing in oktober 2014 van 10 op 25 % werd gebracht, wat deze ontvangsten tijdelijk had doen toenemen. De belastingen op goederen en diensten zijn ook verminderd, vooral wegens de daling van de btw-ontvangsten, die werd veroorzaakt door een forse stijging van de restituties. De belastingen op de vennootschapswinsten, van hun kant, nemen toe door de onderwerping van sommige intercommunales aan de vennootschapsbelasting en door de lagere impact van de notionele interestaftrek als gevolg van de gedaalde referentierente en een beperking op het gebruik van het stelsel door de banken. Aangezien het effect van deze maatregelen slechts ten dele tot uiting zou komen in de voorafbetalingen in 2015, kan worden verwacht dat de ontvangsten uit inkohieringen de volgende jaren verder zullen stijgen. De daling van de niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten is onder meer te wijten aan de afname van de inkomsten die de Staat van verschillende financiële instellingen ontvangt. Voorts heeft de overheveling van de bevoegdheid van de kinderbijslag naar de gemeenschappen in het kader van de zesde staatshervorming geleid tot een verschuiving van toegerekende naar effectieve sociale bijdragen voor de aan het overheids personeel verstrekte uitkeringen.

TABEL 7 OVERHEIDSONTVANGSTEN ⁽¹⁾
(in % bbp)

	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Fiscale en parafiscale ontvangsten	44,8	44,2	43,9	43,6
Heffingen die in hoofdzaak van toepassing zijn op de inkomens uit arbeid	26,2	25,8	24,7	24,4
Personenbelasting ⁽²⁾	11,6	11,3	10,7	10,6
Sociale bijdragen ⁽³⁾	14,5	14,5	14,0	13,8
Belastingen op de vennootschapswinsten ⁽⁴⁾	3,2	3,3	3,5	3,5
Heffingen op de overige inkomens en op het vermogen ⁽⁵⁾ ...	4,4	4,2	4,3	4,3
Belastingen op goederen en diensten	11,1	10,9	11,4	11,5
waarvan:				
Btw	6,9	6,8	7,0	7,1
Accijnzen	2,1	2,1	2,2	2,2
Niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten ⁽⁶⁾	7,2	6,8	6,9	6,9
Totale ontvangsten	52,0	51,1	50,8	50,4

Bronnen: INR, NBB.

(1) Conform het ESR 2010 worden noch de opbrengst van de door de overheid aan de EU overgedragen douanerechten, noch de door de EU rechtstreeks geïnde ontvangsten in de totale overheidsontvangsten opgenomen.

(2) In hoofdzaak de bedrijfsvoorheffing, de voorafbetalingen, de inkohieringen en de opcentiemen op de personenbelasting.

(3) Inclusief de bijzondere bijdrage voor de sociale zekerheid en de bijdragen van het niet-actieve deel van de bevolking.

(4) In hoofdzaak de voorafbetalingen, de inkohieringen en de roerende voorheffing.

(5) In hoofdzaak de roerende voorheffing van de particulieren, de onroerende voorheffing (inclusief de opbrengst van de opcentiemen) en de successie- en registratierechten.

(6) Inkomens uit vermogen, toegerekende sociale bijdragen, lopende overdrachten en kapitaaloverdrachten van andere sectoren en verkopen van geproduceerde goederen en diensten.

In 2016 zou de personenbelasting verder worden gedrukt door een nieuwe verhoging van de aftrekbare forfaitaire beroepskosten alsook door de aanpassing van de belastingsschalen gericht op een verhoging van de koopkracht, in het bijzonder van werknemers met lage en gemiddelde inkomens. Voorts worden de socialezekerheidsbijdragen van de werkgevers verminderd vanaf 1 april 2016, teneinde de concurrentiepositie van de ondernemingen te verbeteren en de werkgelegenheid te herstellen. De belastingen op goederen en diensten zouden dan weer fors stijgen als gevolg van de verhoging van het btw-tarief op elektriciteit en de toename van de accijnzen op diesel, tabak en alcohol.

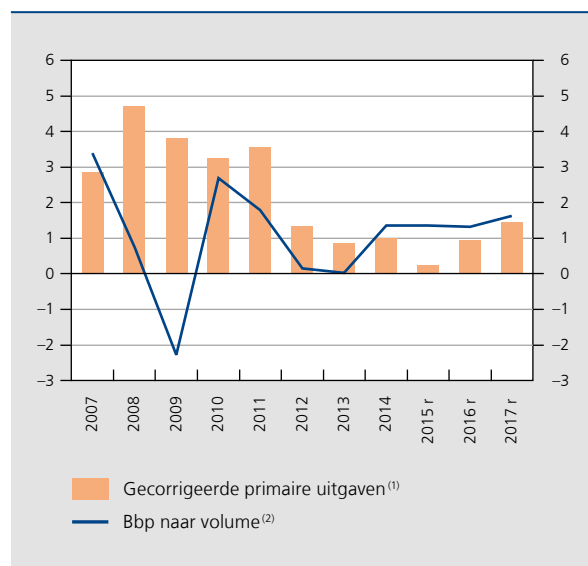
In 2017 zouden de meeste ontvangstencategorieën vrij stabiel blijven ten opzichte van het niveau van 2016. De sociale bijdragen zouden echter licht dalen doordat de verlaging van de werkgeversbijdragen dan zijn volledige impact bereikt.

5.3 Primaire uitgaven

De primaire uitgaven in verhouding tot het bbp zouden in 2015 en, bij ongewijzigd beleid, in de twee volgende jaren sterk afnemen. In nominale termen zouden de overheidsuitgaven dus minder snel stijgen dan de economische bedrijvigheid. De ratio van de primaire uitgaven zou aldus teruglopen van 52 % bbp in 2014 tot 50,5 % in 2017.

Die ontwikkelingen weerspiegelen grotendeels de besparingsmaatregelen van de regeringen die na de verkiezingen van mei 2014 werden gevormd. Het belangrijkste effect vloeit voort uit de indexsprong, die de groei van de sociale uitkeringen en de lonen in 2015 en 2016 aanzienlijk zal beperken in alle deelsectoren van de overheid. Voorts streeft de federale overheid ernaar de werkingskosten te verlagen, via een inkrimping van het overheidspersoneel en een matiging van de aankopen van goederen en diensten. De impact van die maatregelen zou echter deels worden gecompenseerd door nieuwe te verwachten uitgaven om de asielcrisis op te vangen, waarmee in de ramingen rekening werd gehouden. Ook de groei van de uitgaven van de sociale zekerheid zal worden getemperd door een reeks maatregelen die onder meer het verloop van de kosten voor gezondheidszorg moeten afremmen. De gemeenschappen en de gewesten hebben eveneens besparingsmaatregelen genomen, onder meer op het vlak van de werkingskosten in de administratie en het onderwijs en van subsidies. Tot slot moest ook de lokale overheid beperkende maatregelen nemen om haar financiën gezond te houden.

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



Bronnen: INR, NBB.

(1) Primaire uitgaven gedeïndeerd aan de hand van de bbp-deflator en gecorrigeerd voor de invloed van conjuncturele, niet-recurrente en budgettaire neutrale factoren, alsook voor het indexeringseffect. Dit is het effect dat voortvloeit uit het verschil tussen, enerzijds, de effectieve indexering (of de theoretische voor 2015 en 2016, als gevolg van de goedgekeurde indexsprong) van de bezoldigingen van het overheidspersoneel en de sociale uitkeringen en, anderzijds, het verloop van de bbp-deflator.

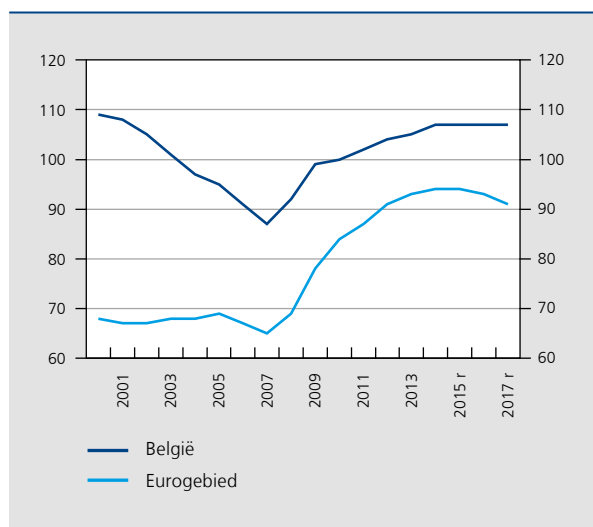
(2) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

Na correctie voor de invloed van de niet-recurrente en conjuncturele factoren, alsook voor het indexeringseffect, zouden de reële primaire uitgaven in 2015 licht stijgen met 0,2 %, wat 1 procentpunt lager is dan de groei van het bbp naar volume. In 2016 en 2017 zouden de gecorrigeerde uitgaven iets meer toenemen, met respectievelijk 1 en 1,5 %, maar nog steeds minder sterk dan het reële bbp.

5.4 Schuld

De schuldgraad is sinds 2008 onophoudelijk gestegen, tot 106,7 % bbp aan het einde van 2014. In 2015 zou de overheidsschuld verder oplopen tot 106,9 % bbp. Deze stijging is het gevolg van de endogene toename van de schuld met 0,2 % bbp. Deze wordt veroorzaakt doordat de impliciete rente de nominale bbp-groei in beperkte mate overtreft, in combinatie met een licht negatief primair saldo. De impact van de exogene factoren op de schuld, die zo worden genoemd omdat ze een invloed hebben op de schuld maar niet op het financierings-saldo, zou zo goed als neutraal zijn. Het beheer van de overheidsschuld zou de schuldgraad enigszins verlagen, voornamelijk onder invloed van het gunstige effect van de omvangrijke emissiepremies. Ook de terugbetaling

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



Bronnen: EC, INR, NBB.

van door de overheid verstrekte leningen en participaties zou een licht neerwaarts effect op de schuldgraad sorteren. Dit is onder meer het geval voor de nieuwe terugbetaling door KBC en voor de terugbetaling door Griekenland van een deel van de lening die het land had verkregen via de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit. Daarentegen zouden een aantal factoren, zoals de verwachte toename van de leningen die worden verstrekt in het kader van het beleid inzake sociale huisvesting, een opwaarts effect sorteren op de schuldgraad.

In 2016 zou de overheidsschuld verder toenemen tot 107,3% bbp. Ondanks een endogene afname van

de schuld met 0,4% bbp door toedoen van het aantrekkende nominale bbp, loopt de schuld op als gevolg van exogene factoren ten belope van 0,8% bbp. Deze laatste houden grotendeels verband met het beheer van de overheidsschuld en de verwachte verdere toename van leningen voor sociale huisvesting.

In 2017 zou de schuldgraad dalen tot 106,8% bbp, onder impuls van endogene factoren. Er wordt immers verwacht dat de nominale toename van het bbp ruim hoger zal uitvallen dan de impliciete rente op de overheidsschuld. Aldus zou de overheidsschuld, voor het eerst sinds het uitbreken van de financiële crisis, opnieuw neerwaarts gericht zijn.

6. Conclusie en beoordeling van de risicofactoren

De huidige najaarsprognoses schetsen nog steeds een scenario van geleidelijk herstel dat grotendeels strookt met de vorige ramingen. De iets groter dan verwachte vertraging in de tweede jaarhalf van 2015 en de slechtere vooruitzichten voor de wereldhandel in het bijzonder hebben ten opzichte van de voorjaarsprognoses wel tot een geringe neerwaartse bijstelling van de voor 2016 en 2017 verwachte groei geleid.

Deze ramingen sluiten, zeker op het vlak van de groei, heel dicht aan bij de prognoses van de andere instellingen, zoals de recentste herfstprognoses van de EC. Bepaalde internationale instellingen, zoals de OESO en het IMF, gaan momenteel nog uit van een iets hogere groei in 2016. Bij het vergelijken van de diverse ramingen dient rekening te worden gehouden met de verschillende tijdstippen waarop ze werden opgemaakt en met

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

Instelling	Publicatiedatum	Volumegroei bbp			Inflatie (HICP, tenzij anders vermeld)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Federaal Planbureau	September 2015 ⁽¹⁾	1,2	1,3		0,6	1,7	
IMF	Oktober 2015	1,3	1,5	1,5	0,7	1,1	1,3
Consensus Economics	November 2015	1,2	1,4		0,5	1,5	
EC	November 2015	1,3	1,3	1,7	0,6	1,7	1,5
OESO	November 2015	1,3	1,5	1,6	0,6	1,3	1,4
NBB	December 2015	1,4	1,3	1,6	0,6	1,9	1,7

(1) Economische begroting 2015-2016. Voor de inflatiecijfers wordt evenwel de NICP weergegeven, zoals geraamd in de Inflatievooruitzichten van december 2015.

de beschikbare informatie op dat ogenblik. Zo kon in de al van september 2015 daterende raming van het FPB voor de Economische Begroting, waarin de groei in 2016 eveneens op 1,3% werd geschat, nog geen rekening worden gehouden met de maatregelen in het kader van de taxshift. De verschillen zijn groter voor de inflatieramingen. Dat heeft evenwel ten dele te maken met het feit dat de oudere prognoses nog geen rekening houden met de diverse nieuwe indirecte belastingen die bepaalde prijzen verhogen, noch met de recentste, iets hoger dan verwachte maandcijfers voor de inflatie.

De grote convergentie in de macro-economische ramingen mag niet verhullen dat dergelijke prognoses steeds met grote onzekerheid zijn omgeven. In de internationale omgeving overwegen nog steeds de neerwaartse risico's. Zo kan een verdere intensivering van de geopolitieke spanningen de Europese groei nog nadelig beïnvloeden. Voorts blijft het risico bestaan dat de groeivertragingen in China en andere opkomende landen belangrijker of van langere duur zijn dan momenteel in de internationale hypothesen wordt aangenomen. Daarbij zou de Belgische groei vooral kunnen worden afgeremd via indirecte kanalen, zoals de groei in onze partnerlanden, vertrouwenseffecten of de grotere volatiliteit op de financiële markten. Daarnaast kan ook het nakende begin van de normalisatie van het Amerikaans monetair beleid invloed hebben op de financiële markten. Anderzijds kan een relatieve depreciatie van de euro, door een toenemende divergentie tussen het monetair beleid in de Verenigde Staten en Europa, de Europese groei ondersteunen. Ten slotte blijft het herstel in het eurogebied nog broos en kwetsbaar voor negatieve vertrouwenseffecten en specifieke factoren, die de groei in bepaalde landen of bedrijfstakken kunnen drukken.

In verband met de binnenlandse risico's, dient te worden gewezen op de manier waarop de recente overheidsmaatregelen ter verbetering van de concurrentiekracht in de projecties zijn opgenomen. Zoals ook in de vorige ramingen al het geval was, wordt ervan uitgegaan dat de tragere groei van de uurloonkosten in belangrijke

mate, zij het met enige vertraging, zal worden doorberekend in de prijzen. Indien die doorberekening anders verloopt (sneller of trager, meer of minder gedeeltelijk) of indien de economische subjecten zoals werkgevers, investeerders en buitenlandse afnemers van de Belgische uitvoer, op een andere manier reageren op lagere lonen en prijzen dan in deze projecties werd aangenomen, kan het verloop van de bedrijvigheid, de werkgelegenheid, het begrotingssaldo of de inflatie afwijken van deze na-jaarsprognoses. Al met al lijken de binnenlandse risico's voor de groei per saldo opwaarts gericht. Zeker op korte termijn lijken de risico's op een krachtiger vertrouwensherstel en een iets hogere kwartaalgroei in de tweede jaarhelft van 2015 en begin 2016 te overheersen. Daarnaast is in deze prognoses geen rekening gehouden met de macro-economische impact van herverdelingsaspecten van de diverse overheidsmaatregelen, vooral in het kader van de taxshift. In zoverre de toenemende koopkracht relatief meer ten goede komt aan de lage of middelhoge inkomens, waarvan de spaarquote doorgaans lager ligt, kan de particuliere consumptie sneller toenemen dan wat in deze prognoses wordt verwacht. Daartegenover staat wel dat andere overheidsmaatregelen, zoals die welke het verbruik belasten, relatief meer kunnen wegen op de koopkracht van de gezinnen met de lage of middelhoge inkomens.

Voorts moet eraan worden herinnerd dat in deze ramingen uiteraard geen rekening wordt gehouden met mogelijke nieuwe begrotingsmaatregelen in de toekomst.

Tot slot kan momenteel ook moeilijk worden ingeschat welke economische gevolgen – op kortere en langere termijn – de verhoogde terroristische dreiging na de aanslagen in Parijs en de bijbehorende belangrijke veiligheidsmaatregelen in België zullen hebben. Op korte termijn lijkt vooral de bedrijvigheid in enkele specifieke bedrijfstakken zoals de horeca eronder te lijden, terwijl de overheidsconsumptie vermoedelijk hoger zal uitvallen dan geraamd door de extra uitgaven voor het veiligheidsapparaat. Op langere termijn zijn de gevolgen van deze aanslagen en hun geopolitieke implicaties veel onzekerder.

Bijlage

PROJECTIES VOOR DE BELGISCHE ECONOMIE: SYNTHESE VAN DE BELANGRIJKSTE RESULTATEN

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

	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Groei (voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)				
Bbp naar volume	1,3	1,4	1,3	1,6
Bijdragen tot de groei:				
Binnenlandse bestedingen, ongerekend de voorraadwijziging	1,9	1,3	0,6	1,4
Netto-uitvoer van goederen en diensten	-0,4	-0,5	0,6	0,2
Voorraadwijziging	-0,2	0,5	0,1	0,0
Prijzen en kosten				
Geharmoniseerde consumptieprijsindex	0,5	0,6	1,9	1,7
Gezondheidsindex	0,4	1,1	1,7	1,4
Bbp-deflator	0,7	1,2	1,8	1,7
Ruilvoet	0,0	2,9	0,3	0,1
Loonkosten per eenheid product in de private sector ⁽¹⁾	-0,3	-0,4	-0,1	1,3
Uurloonkosten in de private sector ⁽¹⁾	0,6	0,2	0,2	1,9
Productiviteit per arbeidsuur in de private sector	0,9	0,6	0,3	0,5
Arbeidsmarkt				
Binnenlandse werkgelegenheid (gemiddelde jaar-op-jaar verandering, in duizenden personen) ..	15,6	31,6	40,4	42,0
Totaal arbeidsvolume ⁽²⁾	0,5	0,7	1,0	1,1
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad (in % van de beroepsbevolking, 15-64 jaar)	8,6	8,7	8,4	8,1
Inkomens				
Reëel beschikbaar inkomen van de particulieren	0,5	1,3	1,1	1,3
Spaarquote van de particulieren (in % van het beschikbaar inkomen)	12,6	12,4	12,4	12,5
Overheidsfinanciën				
Financieringsbehoefte (-) of -vermogen van de overheid (in % bbp)	-3,1	-2,9	-2,9	-2,5
Primair saldo (in % bbp)	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Overheidsschuld (in % bbp)	106,7	106,9	107,3	106,8
Lopende rekening				
(volgens de betalingsbalans, in % bbp)	0,1	0,8	1,4	1,7

Bronnen: EC, ADS, INR, NBB.

(1) Inclusief de loonsubsidies (hoofdzakelijk de verminderingen van de bedrijfsvoorheffing) en de gerichte verlagingen van de werkgeversbijdragen.

(2) Totaal aantal gewerkte uren in de economie.

Crisisgevoeligheid van de kmo-financiering in België

Ch. Piette
M.-D. Zachary^(*)

Inleiding

De financiering van kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's) is een van de huidige bekommernissen van de beleidsmakers. Na de financiële crisis en de overheidsschuldencrisis is de bedrijfsfinanciering de afgelopen jaren onder druk gekomen, wat het herstel van de economie hindert. Algemeen wordt gesteld dat de financiering van kmo's crisisgevoeliger is dan die van grote ondernemingen. Hoofdoorzaak daarvan is dat kmo's voor de ontplooiing van hun activiteiten in hoge mate aangewezen zijn op bancaire krediet (Wehinger, 2013). Voor zover de banken hun kredietverleningscriteria tijdens een financiële crisis aanscherpen, ondervinden de kmo's, die over minder financieringsalternatieven beschikken dan de grote ondernemingen, daar wellicht vaker de weerslag van. Een tweede mogelijke verklaring is het relatieve gebrek aan informatie over de kredietkwaliteit van de kmo's, wat het risico zoals dat door de crediteuren wordt gepercipieerd supplementair kan verzwaren (OESO, 2015) en er derhalve kan voor zorgen dat de crediteuren minder bereid worden gevonden de kmo's bij een ongunstige conjunctuur extra te financieren.

In dit artikel wordt nagegaan of de kmo-financiering in België effectief te lijden heeft gehad onder de sedert 2008 opgetekende successieve crisissen en, indien ja, door welke factoren dat kan worden verklaard. Het artikel bestaat uit vier hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk wordt de

financieringsstructuur van de niet-financiële ondernemingen in België voorgesteld; de ondernemingen worden daarbij uitgesplitst naar grootte. Het blijkt dat bankfinanciering voor kmo's zeer belangrijk is. In het tweede hoofdstuk wordt nagegaan of de kredietverlening aan kmo's sedert de crisis atypisch is geworden; op basis van, onder meer, enquêtegegevens trachten we in te schatten in hoeverre dat toe te schrijven is aan vraag- of aanbodfactoren. In dat opzicht blijkt dat, naast vraagfactoren, de perceptie van het aan kmo's inherente risico een belangrijke factor te zijn die heeft gemaakt dat de kredietvoorwaarden van de banken minder gunstig zijn geworden. In het derde hoofdstuk wordt aan de hand van een micro-economische analyse onderzocht in welke mate de financiële gezondheid en, derhalve, het risicoprofiel van de kmo's tijdens de crisis effectief veranderd zijn. In het vierde hoofdstuk, ten slotte, wordt geverifieerd of de kredietverlening aangepast is in overeenstemming met het aan de kmo's verbonden risico. Er zij opgemerkt dat de analyse in dit hoofdstuk voornamelijk gebaseerd is op het volumeverloop van de kredieten, en dat met de prijseffecten (rentetarieven) slechts op indirecte wijze rekening is gehouden. De voornaamste resultaten worden samengevat in de conclusie.

Om onze bevindingen te staven, hebben we tal van kwantitatieve en kwalitatieve gegevens gebruikt die, doordat ze elkaar aanvullen, een gedetailleerd inzicht verschaffen in de factoren die potentieel het verloop bepalen van de bancaire kredietverlening aan ondernemingen, ongeacht of het daarbij gaat om kmo's of om grote ondernemingen. De nationale financiële rekeningen lijsten, op macro-economisch niveau, de verschillende instrumenten op waar ondernemingen gebruik van maken om zich te financieren (aandelen, schuldbewijzen en leningen)⁽¹⁾.

(*) De auteurs danken Annick Bruggeman, Christophe Van Nieuwenhuize en David Vivet voor hun commentaar en suggesties, alsook Christel Lequeux voor haar technische ondersteuning.

(1) De gegevens van de financiële rekeningen zijn bruikbaar vanaf 1999; ze worden op kwartaalbasis gepubliceerd. Ze tonen zowel de uitstaande bedragen (voorraden op een bepaald ogenblik) als de verrichte transacties (stromen) gedurende een bepaalde periode, per financieel instrument en per institutionele sector.

Op basis van die gegevens kunnen specifiek de niet-financiële ondernemingen worden geïdentificeerd; die ondernemingen kunnen echter niet worden uitgesplitst naar grootte. Teneinde daar rekening mee te houden, hebben we twee bronnen van micro-economische gegevens geraadpleegd, namelijk de Balanscentrale en de Centrale voor kredieten aan ondernemingen⁽¹⁾. De Balanscentrale verzamelt de rekeningen en balansen van alle vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid die verplicht zijn ieder jaar hun jaarrekening neer te leggen. Onze aandacht is daarbij vooral uitgegaan naar variabelen die betrekking hebben op de financiële schulden van de ondernemingen, alsook naar enkele boekhoudkundige ratio's op basis waarvan een indicator voor hun financiële gezondheid kan worden berekend (namelijk de Altman Z-score, zie verderop). De Centrale voor kredieten aan ondernemingen, van haar kant, inventariseert alle kredieten die de ingezeten banken aan de niet-financiële ondernemingen verstrekken⁽²⁾. Dankzij de kwalitatieve gegevens, ten slotte, waarvoor men over naar ondernemingsgrootte uitgesplitste resultaten beschikt, kon de analyse worden verfijnd. We hebben de resultaten gebruikt van (1) de SAFE-enquête (Survey on the Access to Finance of Enterprises) waarin kmo's en grote ondernemingen⁽³⁾ worden bevraagd over hun financieringsbronnen en -behoeften, over hun toegang tot die verschillende bronnen alsook over de factoren die de gerapporteerde ontwikkelingen verklaren; (2) de BLS⁽⁴⁾ (Bank Lending Survey) waarin de banken wordt gevraagd naar hun kredietverleningsvoorwaarden en naar de kredietvraag van de ondernemingen, alsook naar de factoren die aan het verloop van beide ten grondslag liggen; en tot slot (3), voor België, de enquête van de Bank naar de kredietvoorwaarden van de ondernemingen. Deze laatste enquête bevraagt bedrijven en peilt de aan de bancaire kredietverlening verbonden voorwaarden alsook de specifieke criteria die voor die kredietverlening gelden (rente, extra kosten, kredietbedrag, vereiste waarborgen).

Er zijn dus tal van bronnen, wat de analyse ook enigszins beperkt. Een van die beperkingen betreft de definitie van een kmo, die verschillend is afhankelijk van de gebruikte bron. In de SAFE-enquête en in de enquête van de NBB wordt een kmo gedefinieerd op basis van het aantal werknemers: het gaat om een onderneming die minder dan 250 personen in dienst heeft. Volgens de BLS-enquête is een kmo een onderneming met een

omzet van maximaal € 50 miljoen; de Centrale voor kredieten aan ondernemingen en van de Balanscentrale, ten slotte, hebben het over een kmo als de onderneming haar jaarrekening neerlegt volgens het verkorte schema (kleine onderneming) of als ze een omzet heeft van maximaal € 37,2 miljoen (middelgrote onderneming). Wordt dit laatste bedrag gedurende twee opeenvolgende jaren overschreden, dan wordt de onderneming als groot beschouwd. Bij gebrek aan alternatief, hebben wij verplicht rekening gehouden met de definities zoals ze in de verschillende gegevensbronnen worden gehanteerd.

1. Financieringsstructuur van de niet-financiële ondernemingen in België

In het eurogebied en in België in het bijzonder zijn de door de banken verstrekte middelen de belangrijkste en meest adequate financieringsbron voor de ondernemingen. Dat blijkt, enerzijds, uit kwalitatieve enquêtes bij de ondernemingen en, anderzijds, uit de analyse van hun jaarrekeningen.

De door de Europese Centrale Bank (ECB) en de Europese Commissie (EC) gezamenlijk georganiseerde SAFE-enquête verschaft informatie over de financiële situatie van de ondernemingen en over hun financieringsbehoeften en -voorwaarden. De verkregen resultaten maken het mogelijk om op het niveau van het eurogebied vergelijkingen te maken tussen kmo's en grote ondernemingen, wat een beter inzicht zou moeten verschaffen in de problemen die kleine, middelgrote en grote niet-financiële ondernemingen ondervinden als ze zich bij banken of via andere kredietverstrekkers willen financieren.

Uit deze enquête blijkt duidelijk dat bankproducten de meest adequate financieringsbron zijn voor de ondernemingen van het eurogebied, zowel voor de grote ondernemingen als voor de kmo's. De ondernemingen zijn overwegend van oordeel (54% van de kmo's en 60% van de grote ondernemingen tijdens de meest recente enquêteronde, op het moment dat deze tekst werd geschreven, die liep van oktober 2014 tot maart 2015) dat bancaire krediet ideaal is als financieringsbron voor hun activiteiten. De meeste onderhen (55% van de kmo's en 58% van de grote ondernemingen) maken daarnaast blijkbaar ook gebruik (of zijn van plan dat te doen) van de kredietlijnen of van het rekeningcourantkrediet. In volgorde van belangrijkheid volgt dan het handelskrediet voor 34% van de kmo's en voor 32% van de grote ondernemingen. De van de markten afkomstige financieringsbronnen (factoring, aandelen, schuldbewijzen) worden daarentegen minder vaak vermeld en aangewend.

In België hebben de kmo's een nog grotere voorkeur voor bancaire krediet dan in het eurogebied als geheel. Het is

(1) Deze beide databanken kunnen met elkaar in verband worden gebracht door middel van het ondernemingsnummer (een uniek nummer dat aan iedere onderneming wordt toegekend).

(2) Voor ieder geregistreerd krediet beschikt men onder meer over de omvang van de kredietlijn (toegekend krediet), over het door de onderneming opgenomen bedrag, over de bank die dat bedrag financiert en over eventuele wanbetalingen (vanaf april 2012 wat deze laatste variabele betreft).

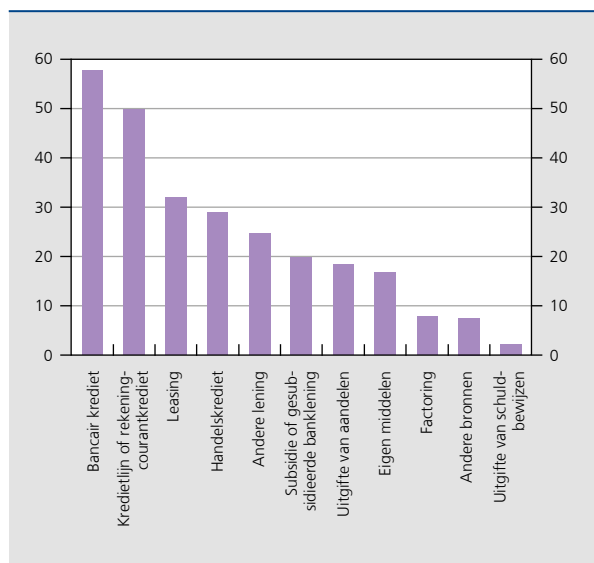
(3) Voor België worden de resultaten voor deze ondernemingscategorie echter niet gepubliceerd.

(4) De BLS en de SAFE worden in alle lidstaten van het eurogebied gehouden.

GRAFIEK 1

DOOR DE BELGISCHE KMO'S ALS ADEQUAAT BESCHOUWDE FINANCIERINGSBRONNEN

(in % van het aantal responderende ondernemingen; gegevens voor de tweede helft van 2014)



Bron : ECB (SAFE-enquête).

de financieringsbron die ze het vaakst vermelden of aanwenden (zie grafiek 1): 58% van de kmo's beschouwt bancair krediet als volkomen relevant. Kredietlijnen of rekening-courantkredieten worden eveneens als zeer adequaat beschouwd (50% van de kmo's in België had er tijdens de zes maanden voorafgaand aan de enquête gebruik van gemaakt of beschouwde die financieringsbron als geschikt). Ze lijken daarentegen minder dan hun tegenhangers in het eurogebied gebruik te maken van subsidies of gesubsidieerde bankleningen, of hun eigen middelen in te zetten.

Hoe belangrijk bancair krediet voor de kmo's is, blijkt uit hun jaarrekeningen⁽¹⁾ (zie tabel 1). Er zij evenwel opgemerkt dat iets meer dan een derde onder hen noch krediet opneemt bij kredietinstellingen, noch enige andere vorm van financiële schulden aangaat. Meestal gaat het om relatief kleine ondernemingen die hun activiteiten voornamelijk met eigen middelen financieren. Vooral hun reserves en geaccumuleerde overgedragen winsten maken een groter deel van hun balanstotaal uit. Wat de ondernemingen betreft die zich deels door middel van financiële schulden financieren, doen de kleine ondernemingen een flink groter beroep op kredietinstellingen

(1) De hier gebruikte boekhoudkundige gegevens hebben betrekking op een periode die tot 2013 loopt omdat de jaarrekeningen betreffende het boekjaar 2014 bij het afsluiten van dit artikel nog niet voor alle ondernemingen beschikbaar waren. In de bijdrage van D. Vivet in dit Economisch Tijdschrift (p. xx-xx) vinden belangstellende lezers een uiteenzetting over de financiële gezondheid van de ondernemingen in 2014.

(gemiddeld 27,5% van het balanstotaal) dan de middelgrote ondernemingen (15,9%) en de grote ondernemingen (13,4%). Uit de jaarrekeningen blijkt immers dat deze laatste meer dan de kmo's gebruik maken van obligatie- en achtergestelde leningen. Ook de schulden jegens verbonden ondernemingen maken een behoorlijk deel van hun financieringsbronnen uit. Behalve eigen middelen en financiële schulden, ten slotte, maken de ondernemingen – ongeacht hun grootte – op het passief van hun balans gewag van een eveneens aanzienlijk aandeel andere schuldtypes. Daartoe behoren met name kortlopende handelsschulden alsook fiscale, loon- en sociale schulden.

2. Verloop van de bankfinanciering tegen de achtergrond van de crisis

Tijdens de recente financiële en economische crisissen zijn veranderingen vastgesteld zowel in de financieringsbronnen die de Belgische ondernemingen aanspreken als in die waar ze effectief toegang toe krijgen. Naar aanleiding daarvan is het soort van schulden dat de ondernemingen aangaan – het geheel van bankleningen en uitgegeven obligaties – enigszins gewijzigd. Om het verloop van het bancair krediet en de schuldbewijzen te volgen, kan simultaan gebruik worden gemaakt van de gegevens uit de financiële rekeningen (gegevens over uitstaande bedragen en stromen met betrekking tot het bancair krediet en de schuldbewijzen voor het geheel van de ondernemingen) en van de gegevens afkomstig van de Centrale voor kredieten aan ondernemingen op basis waarvan het bancair krediet kan worden uitgesplitst naar ondernemingsgrootte.

De voor de analyse in aanmerking genomen periode werd bepaald op basis van de beschikbaarheid van de gegevens. Ze loopt van 2000 tot 2015. Teneinde de informatie synthetisch voor te stellen, werden verschillende subperiodes afgebakend afhankelijk van de economische bedrijvigheid. Tijdens die vijftien jaar werden twee periodes van recessie of zwakke economische groei (2001-2005 en 2009-2015) opgetekend en een periode van hoogconjunctuur (2006-2008). De jaren 2001-2005 volgen op de crisis van de technologiewaarden (internetzeepbel); in die periode herstelde de economische bedrijvigheid zich geleidelijk na de 'recessie' van 2000-2001. De jaren 2006 tot 2008 worden beschouwd als een periode van conjuncturele opleving; de conjunctuurindicator lag toen vrijwel constant boven het gemiddelde. De periode van 2009 tot 2015, ten slotte, heeft de weerslag ondervonden van de financiële crisis van 2008 en draagt het stempel van de overheidsschuldencrisis en van de daaropvolgende lusteloosheid.

TABEL 1 STRUCTUUR VAN DE PASSIVA VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN ⁽¹⁾

(in % van het balanstotaal, tenzij anders vermeld; gegevens voor 2013)

Rubrieken aan de passiefzijde	Kleine ondernemingen			Middelgrote ondernemingen			Grote ondernemingen		
	Zonder financiële schulden	Met financiële schulden	Totaal	Zonder financiële schulden	Met financiële schulden	Totaal	Zonder financiële schulden	Met financiële schulden	Totaal
Eigen vermogen en voorzieningen	59,6	37,9	42,7	70,8	45,3	49,7	67,7	43,6	46,3
Kapitaal, uitgiftepremies en herwaarderingsmeerwaarden	31,5	24,4	26,0	45,5	31,6	33,9	36,4	23,5	24,9
Reserves en overgedragen winst	26,1	11,5	14,7	22,0	11,4	13,3	19,9	14,0	14,7
Overige ⁽²⁾	2,0	2,0	2,0	3,4	2,3	2,5	11,5	6,1	6,7
Schulden	40,4	62,1	57,3	29,2	54,7	50,3	32,3	56,4	53,7
Financiële schulden bij kredietinstellingen en leasing ⁽³⁾	0,0	27,5	21,4	0,0	15,9	13,2	0,0	13,4	11,9
Overige financiële schulden	0,0	6,1	4,8	0,0	17,8	14,8	0,0	24,9	22,1
waarvan:									
Achtergestelde leningen op meer dan één jaar ⁽⁴⁾	n.	n.	n.	0,0	2,6	2,2	0,0	4,5	4,0
Niet-achtergestelde obligatieleningen op meer dan één jaar ⁽⁴⁾	n.	n.	n.	0,0	1,6	1,4	0,0	2,3	2,0
Overige schulden ⁽⁵⁾	40,4	28,5	31,1	29,2	21,0	22,4	32,3	18,1	19,7
Balanstotaal (in € miljoen)	51 460	181 119	232 579	64 671	312 150	376 821	79 728	629 567	709 296
<i>p.m. Schulden jegens verbonden ondernemingen</i> ⁽⁴⁾	<i>n.</i>	<i>n.</i>	<i>n.</i>	<i>13,1</i>	<i>27,3</i>	<i>24,9</i>	<i>11,6</i>	<i>33,4</i>	<i>30,9</i>
<i>Aantal ondernemingen (eenheden)</i>	<i>105 499</i>	<i>197 302</i>	<i>302 801</i>	<i>6 195</i>	<i>9 929</i>	<i>16 124</i>	<i>608</i>	<i>1 630</i>	<i>2 238</i>
<i>Gemiddeld balanstotaal (in € duizend)</i>	<i>488</i>	<i>918</i>	<i>768</i>	<i>10 439</i>	<i>31 438</i>	<i>23 370</i>	<i>131 132</i>	<i>386 238</i>	<i>316 933</i>

Bron: NBB (Balanscentrale).

(1) Geaggregeerde gegevens die zijn samengesteld op basis van de door de Belgische ondernemingen bij de Balanscentrale neergelegde jaarrekeningen. Ondernemingen die actief zijn in de land- en bosbouw, de visserij, de winning van delfstoffen, de financiële activiteiten en verzekeringen, alsook in de sectoren die als niet-marktsectoren worden beschouwd (overheid, onderwijs, gezondheidszorg, maatschappelijke dienstverlening, enz.) zijn niet in aanmerking genomen. In het staal is bovendien geen rekening gehouden met de ondernemingen waarvan de jaarrekeningen incoherenties bevatten, dat wil zeggen ingeval bepaalde boekhoudkundige identiteiten niet blijken te kloppen.

(2) Kapitaalsubsidies, voorzieningen en uitgestelde belastingen.

(3) Inclusief de schulden op meer dan één jaar die binnen het jaar vervallen.

(4) Deze rubriek wordt niet ingevuld in de volgens het verkorte schema opgestelde jaarrekeningen.

(5) Deze rubriek omvat onder meer de handelsschulden, de ontvangen vooruitbetalingen, de fiscale, loon- en sociale schulden en de overlopende rekening.

De ontwikkelingen in het vlak van de bancaire kredieten en de uitgifte van schuldbewijzen zijn voor elke subperiode gebundeld in het jaar-op-jaar groeipercentage van de beide types van instrumenten (zie tabel 2). Dat levert verscheidene conclusies op. De procyclische aard van het bancair krediet komt duidelijk tot uiting: het jaar-op-jaar groeitempo voor het geheel van de ondernemingen lag, ongeacht hun grootte, tijdens de twee periodes van laag conjunctuur (2001-2005 en 2009-2015) immers lager dan tijdens de periode van hoogconjunctuur (2006-2008). Van 2006 tot 2008 bedroeg de groei op jaarbasis 10,3 %, tegen gemiddeld 1,5 % in de periode 2009-2015. Van 2001 tot 2005 werd zelfs een negatieve groei opgetekend (-0,5 %). De schuldbewijzen, van hun kant, hebben in de jaren na het uitbreken van de crisis van de technologiewaarden een licht negatieve groei laten optekenen (-1,1 %), maar in de periode 2009-2015 nam de uitgifte ervan sterk toe, wat zich uitte in een zelfs krachtiger groei (19,3 %) dan tijdens de periode van hoogconjunctuur (15 %). Tijdens de financiële crisis bleven de ondernemingen dus met succes een beroep doen op de financiële markten en waren de schuldbewijzen, althans voor de grootste onder hen, een alternatieve voor het bancaire krediet.

Tot slot blijkt uit de naar ondernemingsgrootte uitgesplitste kredietgegevens dat het bancaire krediet tijdens de periode van hoogconjunctuur voor alle soorten van ondernemingen fors toenam. Hoe groter de onderneming, hoe sterker bovendien de toename. Het waren dus de grote ondernemingen die tijdens die periode het meest profijt trokken van de beschikbaarheid van bancaire

krediet. Tijdens de jaren van laagconjunctuur of in tijden van crisis vertraagden de groeicijfers evenwel. Voor de grote ondernemingen werden ze negatief, terwijl ze voor de kmo's – weliswaar in geringe mate – positief bleven (althans tijdens de financiële crisis en in de daaropvolgende jaren wat deze laatste categorie betreft).

De procyclische aard van de kredietverlening valt voornamelijk te verklaren door de schommelingen in de kredietvraag: ondernemingen vragen doorgaans minder (meer) middelen in een periode van zwakke (sterke) economische groei. In periodes van laagconjunctuur zijn de meeste ondernemingen immers genoodzaakt hun groei- en winstvooruitzichten neerwaarts bij te stellen, waardoor hun investeringsbereidheid afneemt en hun schuldaflossing zwaarder wordt. Bovendien kunnen ook aanbodfactoren bijdragen tot het procyclisch verloop van de kredietverlening. Meestal stellen banken zich tijdens periodes van laagconjunctuur immers strenger op dan tijdens periodes van groei aangezien de kredietrisico's op dat ogenblik doorgaans groter zijn, terwijl de activa die in aanmerking komen als onderpand gewoonlijk minder waarde hebben. Dat vertaalt zich echter niet uitsluitend of noodzakelijkerwijs in een inkrimping van de kredietvolumes; kredietverstrekkers kunnen er ook voor opteren de rentemarges te verruimen of extra waarborgen te vragen.

Tijdens de financiële crisis en in de jaren die erop volgden, liep de bancaire kredietverstrekking aan de grote ondernemingen sterker terug dan die aan de kmo's. Volgens de financiële rekeningen konden een aantal ondernemingen evenwel overschakelen op alternatieve

TABEL 2 VERLOOP VAN DE BANCAIRE KREDIETVERLENING EN VAN DE UITGIFTE VAN SCHULDBEWIJZEN
(groei op jaarbasis⁽¹⁾, in %, 2000K1-2015K2)

	Gemiddelde			
	2000-2015	2001-2005	2006-2008	2009-2015
Aangewend bancaire krediet				
Geheel van de niet-financiële ondernemingen	3,0	-0,5	10,3	1,5
Naar grootte				
Kleine ondernemingen	5,3	5,2	9,7	2,5
Middelgrote ondernemingen	4,0	-2,3	12,4	4,2
Grote ondernemingen	-0,5	-6,3	14,8	-4,0
Schuldbewijzen	11,8	-1,1	15,0	19,3
Totaal van het bancaire krediet ⁽²⁾ en van de schuldbewijzen	4,1	-0,4	10,4	4,5

Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan ondernemingen, financiële rekeningen, balansen van de kredietinstellingen).

(1) De groei op jaarbasis wordt als volgt bepaald: er wordt een gemiddelde berekend op basis van de kwartaal-op-kwartaal groeicijfers ($\text{Uitstaand bedrag}_{T-1} / \text{Uitstaand bedrag}_{T-1-1}$). Dat gemiddelde wordt vervolgens geannualiseerd. Wat het bancaire krediet betreft, wordt het kwartaal waarin zich in de gegevens van de Centrale voor kredieten aan ondernemingen een reeksbreuk heeft voorgedaan, namelijk het tweede kwartaal van 2012, buiten beschouwing gelaten.

(2) Volgens Schema A (balans van de kredietinstellingen).

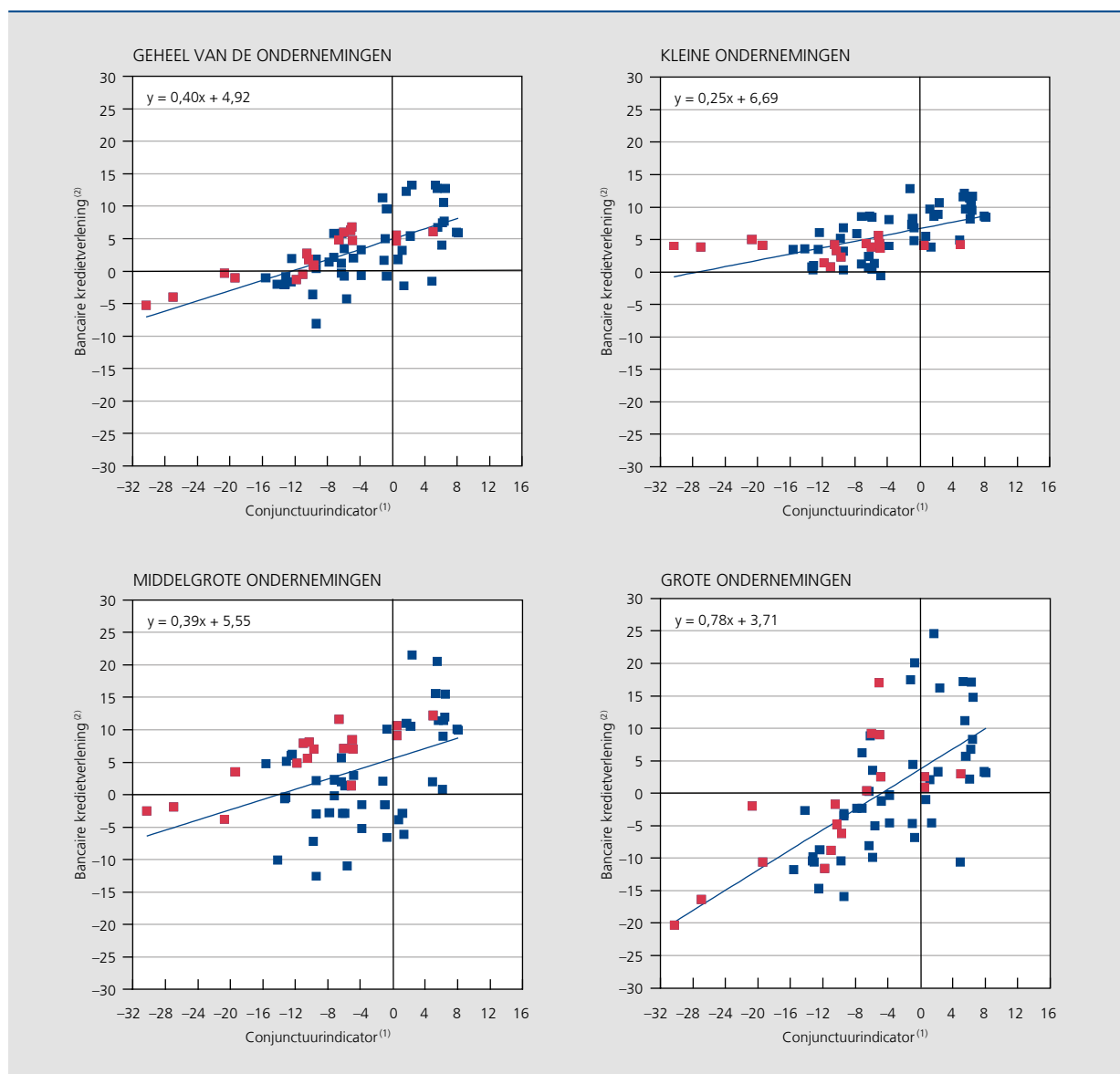
financieringsbronnen met vrij gunstige financieringskosten. Aan het einde van het tweede kwartaal van 2015 beliep het door de grote ondernemingen aangewend uitstaand bancair krediet € 25,9 miljard, tegen € 33,5 miljard in december 2008, terwijl de uitstaande obligaties op het passief van de ondernemingen in het eerste kwartaal van 2015 € 45,3 miljard bedroegen (voor de gezamenlijke

niet-financiële ondernemingen⁽¹⁾), tegen € 15,5 miljard in december 2008.

Teneinde de conjuncturele impact van deze ontwikkelingen te onderscheiden van de specifieke weerslag van de financiële crisis (2008K3-2009K2) of van de overheidsschuldencrisis waardoor het eurogebied werd getroffen (2009K4-2012K3), werd de conjunctuurindicator voor de verschillende ondernemingscategorieën in eerste instantie grafisch in verband gebracht met het groeicijfer van de

(1) In de praktijk worden de meeste schuldbewijzen echter uitgegeven door grote ondernemingen die de vereiste grootte hebben, over de noodzakelijke competenties beschikken en de benodigde reputatie genieten.

GRAFIEK 2 CONJUNCTUUR EN GROEI VAN HET BANCAIR KREDIET
(periode 2000K1-2015K2)



Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan ondernemingen, conjunctuurenquête).

(1) Synthetische conjunctuurcurve (afgevlakte indicator), driemaands gemiddelde, drie kwartalen vooruit.

(2) Wijziging in de door de niet-financiële ondernemingen aangewende kredieten (toegekend door de ingezetene banken), berekend als het gemiddelde van de groei op kwartaalbasis over vier kwartalen, dat vervolgens wordt geannualiseerd (ongerekend de reeksbreuk in 2012K2).

Toelichting: De periode waarin de crisissen zich voordeden (2008K3-2013K3) is aangeduid in het rood.

TABEL 3 IMPACT VAN DE WERELDWIJDE FINANCIËLE CRISIS EN VAN DE OVERHEIDSSCHULDENCRIJS IN HET EUROGEBIED OP DE GROEI VAN HET BANCAIR KREDIET

(regressiecoëfficiënten; ramingsperiode: 2000K1-2015K2)

	Kleine onder-nemingen	Middelgrote onder-nemingen	Grote onder-nemingen
Constante (in %)	6,67 ***	5,51 ***	3,68 ***
Conj ₍₋₃₎ ⁽¹⁾	0,35 ***	0,65 ***	0,92 ***
Conj ₍₋₃₎ × Dummy ₍₋₃₎ ⁽¹⁾ . . .	-0,18 **	-0,46 ***	-0,26
Gecombineerd effect	0,17	0,19	

(1) 'Conj' stemt overeen met het kwartaalgemiddelde van de synthetische conjunctuurcurve (afgevlakte indicator) en 'Dummy' is een binaire variabele voor de wereldwijde financiële crisis en voor de overheidsschuldencrisis in het eurogebied die voor de periode 2008K3-2012K3 gelijk is aan 1. Wat de significantiedrempels betreft, geeft '***' (**) aan dat de geraamde coëfficiënt verschillend is van nul met een significantie van 1% (5%).

kredietverlening tussen 2000 en 2015. Aangezien de kredietverlening niet onmiddellijk reageert op het conjunctuurverloop, is op de kredietgroei een vertraging van drie kwartalen toegepast ten opzichte van de economische groei die wordt uitgedrukt door de conjunctuurindicator. Voor die vertraging is gekozen omdat ze een betere correlatie tussen de beide variabelen weergeeft. De vertraagde reactie van de kredietgroei op het conjunctuurverloop heeft te maken met het feit dat, enerzijds, de ondernemingen na een conjuncturomslag soms enkele maanden wachten vooraleer ze op zoek gaan naar nieuwe financieringsbronnen en, anderzijds, de banken tijd nodig hebben om de kredietaanvragen te behandelen. Tot slot houdt ze ook verband met het feit dat een gedeelte van het uitstaand bancaire krediet een looptijd van verscheidene jaren heeft. Dit betekent dat de kredietvolumes pas op hun vervaldatum kunnen worden aangepast aan de conjunctuur(verslechtering), wat het kredietverloop persistenter maakt. Vervolgens wordt aandacht besteed aan de subperiode waarin zich de financiële en de overheidsschuldencrisis voordeden (2008K3-2012K3) en wordt nagegaan in welke mate de conjunctuurgevoeligheid van het bancaire krediet in België door de crisissen werd beïnvloed: daartoe wordt voor de drie ondernemingscategorieën een eenvoudige regressie geraamd aan de hand van een binaire variabele die over de volledige periode 2008K3-2012K3 gelijk is aan 1.

Het eerste gedeelte van de analyse bevestigt de eerder voorgestelde synthesresultaten (zie grafiek 2). De wijzigingen, tussen 2000 en 2015, in de kredietverlening (groei tempo op jaarbasis) aan het geheel van de ondernemingen worden deels verklaard door het conjunctuurverloop. Bij een gunstiger conjunctuur neemt de kredietverlening doorgaans ook sneller toe, wat wijst op de procyclische aard ervan (positieve

regressiecoëfficiënten). Die vaststelling geldt voor iedere ondernemingsgrootte. Het verband is evenwel sterker naarmate de ondernemingen groter zijn, wat wijst op een verschillende gevoeligheid voor dit criterium. Volgens deze gegevens is de kredietverlening aan de grote ondernemingen in België dus conjunctuurgevoeliger dan die aan de kmo's.

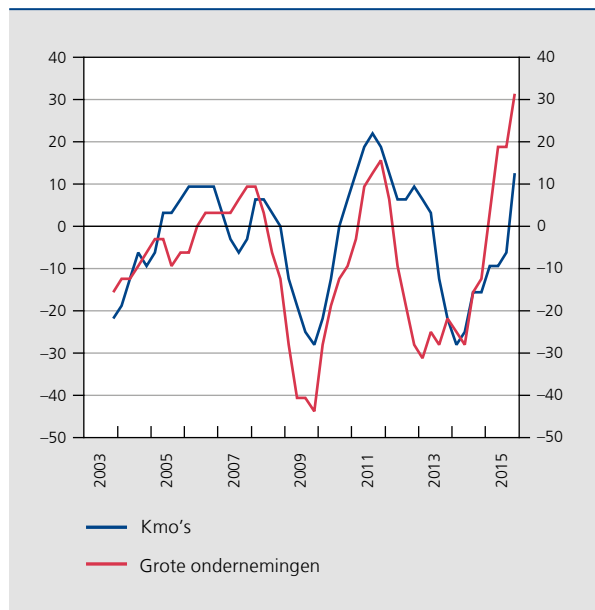
In het tweede gedeelte van de analyse bevestigen de regressies dat het bancaire krediet conjunctuurgevoeliger wordt naarmate de ondernemingen groter zijn. Tijdens de periodes 2000K1-2008K2 en 2012K4-2015K2 ging een 1 procentpunt belopende stijging van de conjunctuurindicator gepaard met een gemiddelde wijziging in de kredietgroei van 0,3 procentpunt voor de kleine ondernemingen, 0,6 procentpunt voor de middelgrote ondernemingen en 0,9 procentpunt voor de grote ondernemingen (zie tabel 3). In de tussenliggende periode waarin zich de twee crisissen voordeden, namelijk 2008K3-2012K3, werden de verschillen overigens nog groter: de conjunctuurgevoeligheid van de kredietverlening aan de kmo's daalde tot 0,2, terwijl de vermindering met 0,3 voor de grote ondernemingen statistisch niet significant is.

Het jaar-op-jaar veranderingspercentage van de kredietverlening aan kleine ondernemingen liep tijdens de crisisperiode weliswaar fors terug, maar de bovenstaande resultaten lijken erop te wijzen dat de vertraging in de kredietgroei minder sterk was dan wat op basis van het conjunctuurverloop kon worden verwacht. Een en ander kan te maken hebben met het feit dat de kleine ondernemingen een minimum aan bancaire krediet nodig hebben om hun activiteiten te kunnen voortzetten (bij gebrek aan alternatieve financieringsbronnen) en dat de vraag naar krediet dus minder elastisch wordt in tijden van een uitzonderlijk zwakke conjunctuur, zoals in de periode 2008K3-2009K2.

Als, in periodes van laagconjunctuur, de vraag naar krediet vanwege de kmo's ook maar de geringste daling vertoont ten opzichte van die van de grote ondernemingen, komt dat ook tot uiting in de resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening waarin de banken worden bevroegd over het verloop van hun kredietvoorwaarden en over wijzigingen in de vraag. Wat deze laatste betreft, zijn er een aantal verschillen afhankelijk van de grootte van de ondernemingen. In crisisperiodes daalt de vraag van de grote ondernemingen naar bancaire krediet sneller en sterker, terwijl die van de kmo's enige tijd op hetzelfde peil blijft vooraleer ook zij gaat verzwakken. Meestal is de daling bij de kmo's evenwel minder sterk en van kortere duur (zie grafiek 3).

De banken schrijven die neerwaartse bewegingen ook toe aan het beroep dat ondernemingen eventueel doen op andere financieringsbronnen (uitgifte van aandelen en

GRAFIEK 3 VRAAG NAAR BANCAIR KREDIET IN BELGIË
(gewogen nettopercentages⁽¹⁾, gemiddelde over vier kwartalen)



Bronnen: ECB, NBB (enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening).

(1) Een positief (negatief) percentage stemt overeen met een stijging (daling) van de vraag naar krediet van de ondernemingen.

obligaties). Dat geldt evenwel grotendeels voor de grote ondernemingen, aangezien de kmo's slechts in beperkte mate toegang hebben tot de financiële markten en ze dus voor de financiering van hun activiteiten geen andere keuze hadden dan bancair krediet te blijven aanvragen, ook al beschouwden ze de aanbodvoorwaarden wellicht als weinig aantrekkelijk.

Na te hebben nagegaan welke factoren bepalend zijn voor de vraag naar krediet vanwege de ondernemingen, wordt hieronder nader ingegaan op het andere aspect van de relatie tussen kredietgever en kredietnemer, namelijk de aan het kredietaanbod verbonden voorwaarden. Uit de kwalitatieve enquêtes blijkt zowel het standpunt van de ondernemingen (de SAFE-enquête en de NBB-enquête naar de kredietvoorwaarden) als dat van de banken (de BLS).

Hoewel de Belgische kmo's gemiddeld beschouwd blijkbaar niet veel problemen ondervinden om zich te financieren⁽¹⁾ (volgens de SAFE-enquête), stuiten sommige onder hen evenwel op obstakels wat het kredietaanbod betreft. Inzake de bepalingen en voorwaarden bij het aangaan van een bancaire financiering noemen de kmo's aldus in

(1) Volgens de SAFE-enquête vermeldt, over het geheel genomen, minder dan 10% van de Belgische kmo's financiering als hun grootste probleem. Meer kmo's verklaren dat de indienstneming van personeel, de loon- of productiekosten en het vinden van klanten lastiger zijn.

de eerste plaats de hoge kosten (ongerekend de rente) en de door de kredietinstellingen vereiste waarborgen als factoren die de kredietverstrekking afremmen. Met name de waarborgvereisten worden door de ondernemingen als bijzonder zwaar beschouwd in de enquêtes die tussen de tweede helft van 2011 en de eerste helft van 2013 werden georganiseerd (dat betekent – rekening houdend met een tijdsinterval – in de periode van de overheids-schuldencrisis en in de daaropvolgende maanden). Deze percepties hebben zich concreet vertaald in een stijging, gedurende die periode, van het percentage kmo's dat een banklening werd geweigerd, dat een banklening weigerde om reden van kosten, dat ontmoedigd werd om een nieuwe lening aan te gaan of dat de gevraagde lening slechts voor een deel toegekend kreeg.

Die resultaten worden bovendien bevestigd door de enquête van de Bank naar de kredietvoorwaarden, een enquête die naar ondernemingsgrootte uitgesplitste informatie verschaft (zie grafiek 4). Uit deze enquête blijkt dat kleine ondernemingen alle monetaire of niet-monetaire criteria die aan een lening verbonden zijn, behalve de rente, negatiever beoordelen dan de andere ondernemingen: systematisch meer kmo's melden een verslechtering zowel van de overige kosten als van het kredietvolume en de vereiste waarborgen. Doorgaans maken ze dus meer dan de grote ondernemingen gewag van minder gunstige kredietvoorwaarden. Er zij evenwel opgemerkt dat alle ondernemingen deze voorwaarden recentelijk algemeen gunstiger hebben beoordeeld, hoewel het effect van de ondernemingsgrootte voelbaar blijft.

De informatie afkomstig van de bij de ondernemingen gehouden enquêtes wordt aangevuld met gegevens uit de BLS. Zo blijkt uit de resultaten van deze laatste enquête dat de banken hun kredietaanbod specifiek aanpassen aan het type onderneming. Ze kunnen de wijzigingen in hun kredietvoorwaarden rechtvaardigen aan de hand van drie soorten van factoren: hun financieringskosten en balansbeperkingen, de concurrentiedruk en de risicoperceptie. Ze moeten bovendien ook een op- of neerwaartse positie innemen met betrekking tot de specifieke, aan de lening verbonden gewijzigde determinant(en) (rente, overige kosten, volume of looptijd van het krediet, waarborgen, speciale clausules) (zie grafiek 5).

De tijdens de crisisperiode opgetekende verkrapping van het kredietaanbod jegens de kmo's bleek vooral het gevolg te zijn van de toegenomen risicoperceptie, waardoor er hogere rentemarges werden toegepast en extra waarborgen werden gevraagd, veeleer dan een inkringing van het kredietvolume. Voor de grote ondernemingen, daarentegen, was de verkrapping vooral het resultaat van hogere financieringskosten en balansbeperkingen, wat zich vertaalde in een

verruiming van de rentemarges en in een beperking van het bedrag en van de looptijd van de kredieten.

Aan het einde van de periode (2014-2015) blijkt de risicoperceptie van de banken ten aanzien van de kmo's sterk te zijn verbeterd, zij het in mindere mate dan die ten aanzien van de grote ondernemingen, wat eveneens heeft bijgedragen tot de algemene versoepeling van de kredietvoorwaarden.

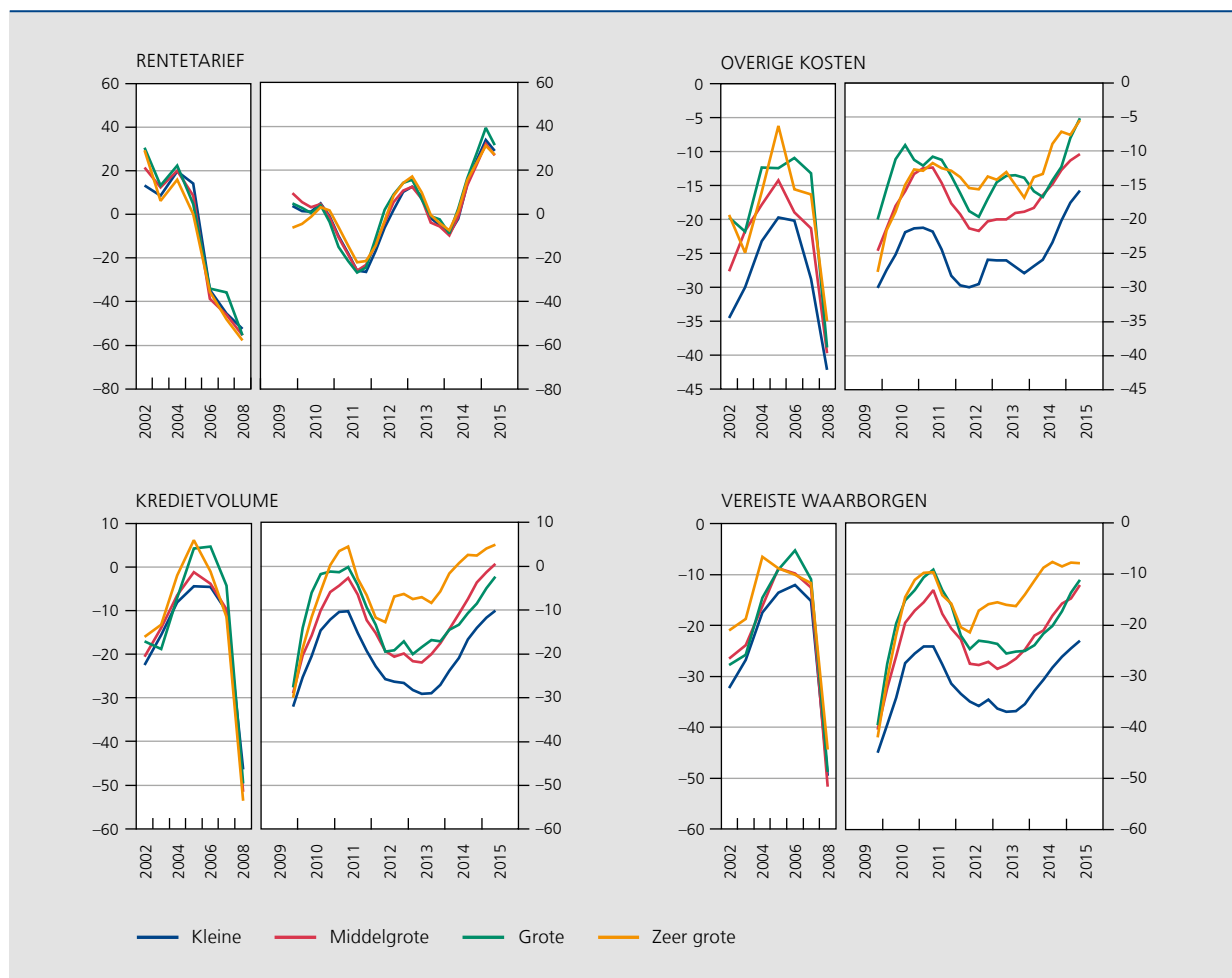
3. Impact van de crisis op de financiële gezondheid van de kmo's

Een van de belangrijkste bevindingen op basis van de enquêtegegevens betreft het kredietrisico, dat volgens de Belgische banken zou zijn vergroot als gevolg van de

crisis. Nog steeds volgens die gegevens zou dat probleem duidelijker voelbaar zijn geweest wat de kredietverlening aan de kmo's betreft, wat er kan op wijzen dat de crisis de financiële gezondheid van deze categorie van ondernemingen en, bijgevolg, hun solvabiliteit zwaarder heeft getroffen.

De financiële gezondheid van de kmo's en het verloop ervan sinds de aanvang van de crisis kunnen nader worden onderzocht door middel van indicatoren die worden berekend op basis van de jaarrekeningen. Een van de mogelijkheden bestaat erin voor elke onderneming een faillissementsrisico te berekenen, met andere woorden het risico dat ze de komende jaren failliet gaat. Een dergelijke indicator die een brede waaier van financiële variabelen omvat en die momenteel in de door de Balanscentrale opgestelde ondernemingsdossiers wordt gebruikt, is door

GRAFIEK 4 BEOORDELING VAN DE KREDIETVOORWAARDEN DOOR DE ONDERNEMINGEN IN BELGIË: UITSPLITSING NAAR GROOTTE (nettopercentages⁽¹⁾, gemiddelden over vier kwartalen)

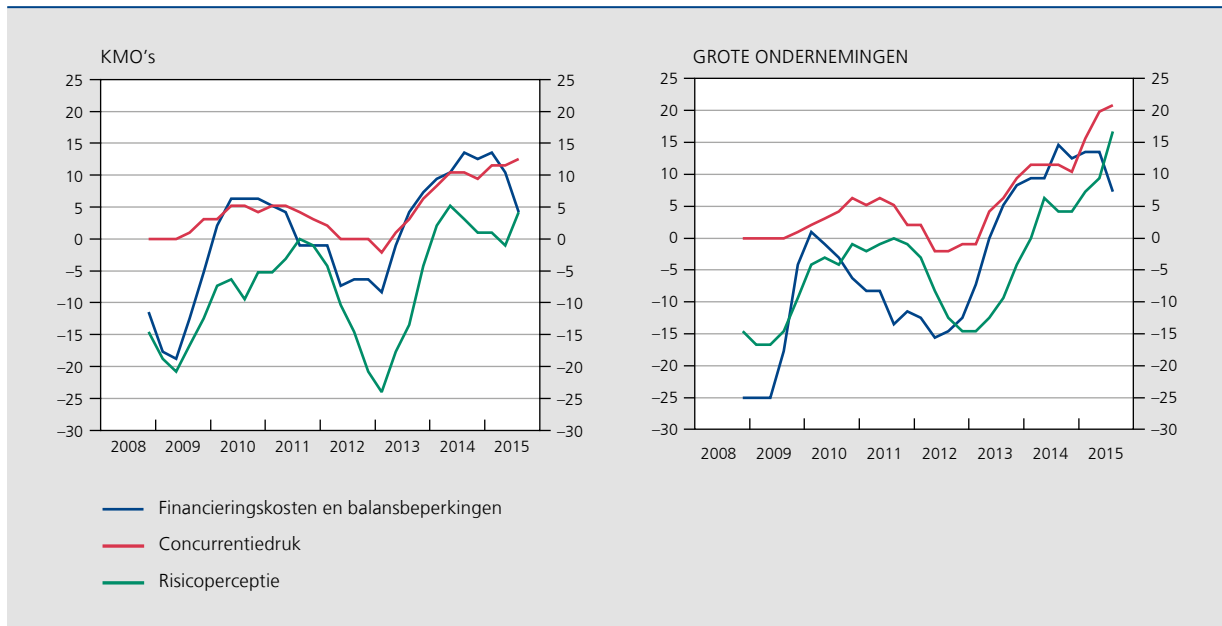


Bron: NBB (bij de ondernemingen gehouden driemaandelijkse enquête naar de kredietvoorwaarden).

(1) Nettopercentages van de antwoorden van de bedrijfsleiders die wijzen op een verbetering (+) / verslechtering (-) ten opzichte van het voorgaande kwartaal.

(2) Jaargegevens tussen 2002 en 2008, kwartaalgegevens vanaf het eerste kwartaal van 2009.

GRAFIEK 5 VOORWAARDEN VOOR HET VERSTREKKEN VAN BANCAIR KREDIET IN BELGIË: VERKLARENDE FACTOREN
(nettopercentages, gemiddelde over vier kwartalen)



Bronnen: ECB, NBB (enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening).

(1) Een positief (negatief) percentage stemt overeen met een factor die heeft bijgedragen tot de versoepeling (aanscherping) van de kredietverleningsvoorwaarden.

de Bank ontwikkeld (Vivet, 2011). De analyse hieronder berust grotendeels op een indicator die berekend is op basis van een beperkter aantal financiële ratio's en daardoor op een ruimer staal van ondernemingen kan worden toegepast. Het gaat om de 'Z-score' van Altman (1968), een internationaal erkende financiële gezondheidsmaatstaf die in de economische literatuur vaak wordt gebruikt. De Z-score wordt verkregen door een lineaire combinatie⁽¹⁾ van vier balansindicatoren⁽²⁾, namelijk:

- het bedrijfskapitaal, dat is het verschil tussen de vlottende activa en de schulden op ten hoogste één jaar. Het kan eveneens worden beschouwd als het met de lopende activiteiten verbonden aandeel van de activa (voorraden, schuldvorderingen voor alle looptijden samen en thesauriebeleggingen) dat wordt gefinancierd met eigen vermogen en

langetermijnschulden. Deze indicator wordt gebruikt om eventuele problemen aan te geven in verband met ontoereikende liquiditeitsreserves om kortlopende leningen af te betalen;

- de overgedragen winst (of verlies), die de opbrengsten meet die de onderneming tijdens haar bestaan heeft vergaard. Doorgaans is die winst groter voor de oudste ondernemingen, wat verklaart waarom ze vaak financieel gezonder zijn dan jongere ondernemingen;
- de bedrijfswinst, dat is de winst van de onderneming vóór het in aanmerking nemen van de schuldenlast en van financiële of uitzonderlijke opbrengsten, en vóór de heffing van de vennootschapsbelasting. Het gaat als het ware om een maatstaf voor de 'reële' rentabiliteit van de productiemiddelen;
- de verhouding tussen het eigen vermogen en de schulden, zowel op korte als op lange termijn, die een solvabiliteitsmaatstaf is.

De eerste drie hierboven opgesomde indicatoren worden uitgedrukt in procenten van de totale activa. De Z-score is zeer eenvoudig te interpreteren: hoe hoger de aan een onderneming toegekende score, hoe gezonder ze financieel is.

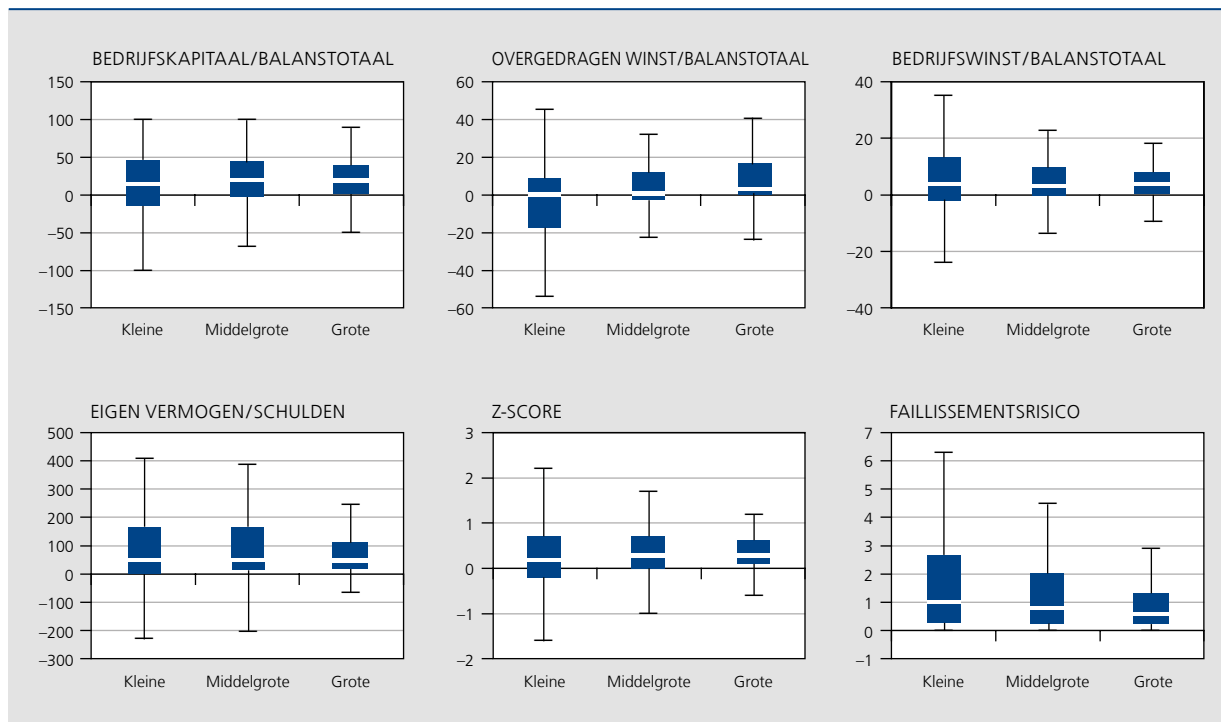
De verdelingen van de Z-scores en van de vier componenten ervan, berekend voor de Belgische ondernemingen op basis van hun in 2013 neergelegde jaarrekening, worden

(1) De coëfficiënten van de lineaire combinatie die de waarde van de Z-score voor elke onderneming bepaalt, worden aan de hand van een meervoudige discriminantanalyse geschat. Dat is een statistische methode aan de hand waarvan de functie van meerdere variabelen kan worden geraamd die de waarnemingen bij verschillende vooraf vastgestelde groepen zo correct mogelijk verdeelt. In casu is het voor de raming van de coëfficiënten gehanteerde staal de populatie van Belgische ondernemingen die in 2009 hun jaarrekening publiceerden, waaraan de gegevens voor de berekening van de vier in aanmerking genomen variabelen werden ontleend. Die ondernemingen werden in twee groepen verdeeld: de ondernemingen die vóór 1 januari 2015 failliet gingen en die welke hun activiteiten na deze datum voortzetten. De aldus berekende score kan derhalve als representatief worden beschouwd voor het faillissementsrisico op middellange termijn.

(2) De Z-score zoals Altman (1968) ze uitwerkte, omvat een vijfde indicator, namelijk de omzet van de onderneming gedeeld door haar totale activa. Aangezien de omzet niet wordt vermeld in de volgens het verkort schema opgestelde jaarrekeningen waaraan de kleine ondernemingen onderworpen zijn, is het niet mogelijk dat cijfer op te nemen in de berekening van de Z-scores voor de meeste Belgische ondernemingen.

GRAFIEK 6 INDICATOREN VAN FINANCIËLE GEZONDHEID⁽¹⁾

(in %, gegevens voor 2013)



Bronnen: NBB (Balanscentrale) en eigen berekeningen.

(1) In deze grafiek worden de verdelingen van elke indicator voor een bepaalde categorie weergegeven in de vorm van een boxplot. De onderste en bovenste rand van elke box komen overeen met respectievelijk het eerste en derde kwartiel van de verdeling, terwijl de lijn binnenin de mediaan aangeeft. De uiteinden van de lijnen, waarvan de lengte op basis van het interkwartielverschil wordt bepaald, stemmen overeen met de 'aangrenzende waarden'. Dat zijn de minimum- en maximumvaststellingen nadat de extreme waarden van de verdeling geschrapt zijn.

weergegeven in grafiek 6. Over het algemeen verschillen de centrale waarden van die verdelingen niet sterk tussen de kleine, middelgrote en grote ondernemingen; de medianen voor elk van die categorieën liggen immers relatief dicht bij elkaar. De overgedragen winst is evenwel vaker negatief bij de kleine ondernemingen. De verschillen tussen de drie groepen zijn aanzienlijk groter bij de voor elke indicator opgetekende spreiding, die stelselmatig ruimer lijkt voor de kleine ondernemingen en beperkter voor de grote bedrijven. Die heterogeniteit heeft vanzelfsprekend een impact op de Z-scores en ze komt ook tot uiting in de indicator van het faillissementsrisico zoals die volgens de door Vivet (2011) uitgewerkte methode is opgesteld.

Het financieel gezondheidsniveau bij de kmo's lijkt dus meer uiteen te lopen dan bij de grote ondernemingen. Dat houdt onder meer in dat, hoewel sommige kmo's financieel zeer gezond zijn, de uit het oogpunt van de kredietinstellingen meest risicodragende kredietnemers, met andere woorden die met de grootste kans om op een bepaald

ogenblik een betalingsachterstand op te lopen, toch vooral in deze groep worden aangetroffen⁽¹⁾. Uit nader onderzoek blijkt dat ondernemingen met een Z-score onder het eerste deciel van de verdeling, dat wil zeggen ondernemingen die als het meest kwetsbaar kunnen worden beschouwd, doorgaans kleiner zijn – zowel wat het balanstotaal als het wat aantal werknemers betreft – dan ondernemingen met een score boven het laatste deciel, met andere woorden de gezondste ondernemingen. Die verschillen naar grootte zijn echter relatief klein. Ter illustratie, de als dusdanig omschreven meest kwetsbare ondernemingen hadden in 2013 gemiddeld 6,1 werknemers in dienst en de sterkste 7,7 mensen. De verschillen zijn veel groter voor het op basis van de toegevoegde waarde per werknemer benaderde productiviteitsniveau; dit laatste bedroeg gemiddeld ongeveer € 13 000 voor de meest kwetsbare ondernemingen, tegen € 133 000 voor de gezondste ondernemingen.

Gelet op dit klaarblijkelijke verband tussen, enerzijds, de productiviteit van de ondernemingen en hun economische resultaten in ruimere zin en, anderzijds, hun financiële gezondheid heeft de crisis de gezondheid van verscheidene van die ondernemingen wellicht aangetast.

(1) Dat wordt overigens bevestigd door een hoger dan gemiddeld aandeel van non-performing loans voor de kmo's (zie De Backer et al., 2015).



Bronnen: FOD Economie (Kruispuntbank van Ondernemingen), NBB (Balanscentrale en Centrale voor kredieten aan ondernemingen) en eigen berekeningen.
(1) De waarnemingen onder het eerste centiel en boven het laatste centiel van de verdelingen worden in deze grafiek niet weergegeven.

Het verloop in de tijd van de verdeling van de Z-scores van de kmo's, weergegeven in grafiek 7, geeft aan dat vooral de meest kwetsbare ondernemingen, op basis van hun Z-score voor 2008, hun situatie nadien zagen verslechteren, terwijl die van de sterkste ondernemingen doorgaans stabiel bleef en in sommige gevallen zelfs verbeterde. Zoals blijkt uit het verloop van het eerste deciel van de verdeling van de Z-score, worden de meest kwetsbare ondernemingen mettertijd doorgaans nog fragieler, en lijkt de crisis die tendens in 2009 enigszins te hebben versneld.

In die groep lag de faillissementsratio in de jaren na het begin van de crisis overigens hoger, vooral bij de ondernemingen met financiële schulden, wat de risico's illustreert die gepaard gaan met de kredietverlening aan die ondernemingen. Zo werd 8,1% van de kmo's die in 2008 als de meest kwetsbare konden worden beschouwd en die tegelijk financiële schulden op de passiefzijde van hun balans vertoonden, binnen de vijf daaropvolgende jaren failliet verklaard. De faillissementsratio was lager voor de ondernemingen die niet hadden geleend (5,8%), wat doet vermoeden dat de

kredietverlening aan meer kwetsbare ondernemingen hun faillissementsrisico verhoogt. Een dergelijk verband tussen de schuldenlast en de faillissementsratio komt niet voor bij de gezondste kmo's.

Bij hun kredietbeleid lijken de Belgische banken rekening te houden met die verschillen inzake financiële gezondheid, en dus ook inzake het niveau van het kredietrisico. Na het begin van de crisis trokken de meest solide ondernemingen immers het meest profijt van de groei van de toegestane kredieten, terwijl het uitstaande bedrag van de kredietverlening aan de meest kwetsbare ondernemingen in 2009 en 2010 enigszins kromp.

4. Micro-economische determinanten van de kredietverlening aan kmo's

Uit de in de voorgaande paragraaf toegelichte gegevens blijkt duidelijk dat er een verband bestaat tussen de financiële gezondheid van ondernemingen – en dus hun risicoprofiel – en het verloop van de kredieten die ze ontvangen. De verslechtering van de financiële situatie van sommige ondernemingen tijdens de crisisperiode heeft het verloop van het uitstaande bedrag van de kredietverlening door de banken aan de kmo's dus wellicht ook gedrukt. Om te beoordelen in hoeverre het kredietrisicobeleid van de banken na het uitbreken van de crisis zou zijn veranderd, is echter een econometrische analyse nodig. De in het kader van dit artikel uitgevoerde analyse bestaat uit twee delen:

- het eerste heeft betrekking op de determinanten van het twaalfmaands verloop van de kredietverlening aan iedere kmo die in het jaar voordien reeds over een kredietlijn of een lening bij ten minste één bank beschikte. Daartoe wordt een eenvoudig lineair model gehanteerd, geraamd aan de hand van de methode van de gewone kleinste kwadraten, met de toename van het bedrag van de verleende kredieten als afhankelijke variabele;
- het tweede deel betreft het sluiten van nieuwe contracten tussen de kmo's en de banken. De daarvoor aangewende afhankelijke variabele van het model (van het type 'logit') is de kans dat een kmo, in de loop van een bepaald jaar, een lening krijgt van een bank waarmee ze tot dan toe geen kredietrelatie had.

Beide modellen bevatten dezelfde verklarende variabelen. De belangrijkste daarvan is de financiële gezondheid, die

nog steeds aan de hand van de Z-score wordt benaderd. Tevens werd in elk model een interactievariabele opgenomen, namelijk het product van de Z-score en een binaire variabele met een waarde 0 tot in 2008 en een waarde 1 vanaf 2009. Aan de hand van deze interactievariabele kan worden bepaald of het verband tussen de financiële gezondheid van de ondernemingen en de kredieten die hun worden verleend gewijzigd is. Ook andere variabelen die de kredietverlening van een kredietinstelling aan een kmo kunnen beïnvloeden, werden in de twee econometrische modellen in aanmerking genomen, namelijk:

- het aantal werknemers, om rekening te houden met eventuele effecten in verband met de grootte;
- de arbeidsproductiviteit, aangewend als een maatstaf van de economische resultaten;
- de leeftijd, met andere woorden het aantal activiteitsjaren. Deze variabele wordt in het model gebruikt om rekening te houden met een mogelijk grotere kredietvraag bij jongere ondernemingen, die wellicht vaker nieuwe activiteiten ontwikkelen en als gevolg daarvan frequenter nieuwe middelen nodig zouden hebben om investeringen te financieren;

TABEL 4 GERAAMDE PARAMETERS VOOR DE ECONOMETRISCHE MODELLEN⁽¹⁾

(ramingen aan de hand van gewone kleinste kwadraten voor de kredietgroei en van de methode van maximale waarschijnlijkheid voor de kans op een nieuw krediet)

Afhankelijke variabele	Verklarende variabelen	
	Jaar-op-jaar groei van de aan een onderneming toegestane kredieten	Kans dat een onderneming een nieuw krediet krijgt ⁽²⁾
Z-score vóór 2009	3,615	0,713
Z-score na 2009	3,292	1,063
Aantal werknemers	0,003	0,011
Toegevoegde waarde per werknemer	-0,013	0,005
Leeftijd van de onderneming	-0,115	-0,129
Aantal waarnemingen . .	686 491	1 146 692

(1) De parameters met betrekking tot de Z-score, het aantal werknemers en de toegevoegde waarde per werknemer moeten worden geïnterpreteerd als het gemiddelde effect van een verhoging van elk van deze verklarende variabelen met een procentpunt op de afhankelijke variabele. De parameters met betrekking tot de leeftijd van de onderneming moeten worden geïnterpreteerd als het effect van een extra activiteitsjaar op de afhankelijke variabele. De Z-score, het aantal werknemers en de toegevoegde waarde per werknemer worden met een vertraging van één periode in de specificatie opgenomen om eventuele endogeniteitsproblemen te vermijden. De specificatie van elke vergelijking bevat bovendien binaire variabelen die de specifieke effecten voor elk jaar en voor elke bedrijfstak vatten waarvan de geraamde coëfficiënten hier niet zijn weergegeven. Alle in deze tabel vermelde parameters zijn significant op een niveau van 1%.

(2) Marginale effecten berekend aan de hand van de gemiddelde waarden voor het hele staal.

(1) Die verandering had onder meer betrekking op het in aanmerking nemen van alle aan niet-financiële vennootschappen toegekende kredieten, terwijl voorheen enkel de kredieten voor een bedrag van minimaal € 25 000 in de gegevensbank moesten worden opgenomen.

- een specifieke binaire variabele voor elk jaar, die het verloop van de macro-economische en de macrofinanciële omgeving moet weergeven;
- een specifieke binaire variabele voor elke bedrijfstak (op het tweecijferniveau van de NACE), om eventuele sectorale effecten in aanmerking te nemen.

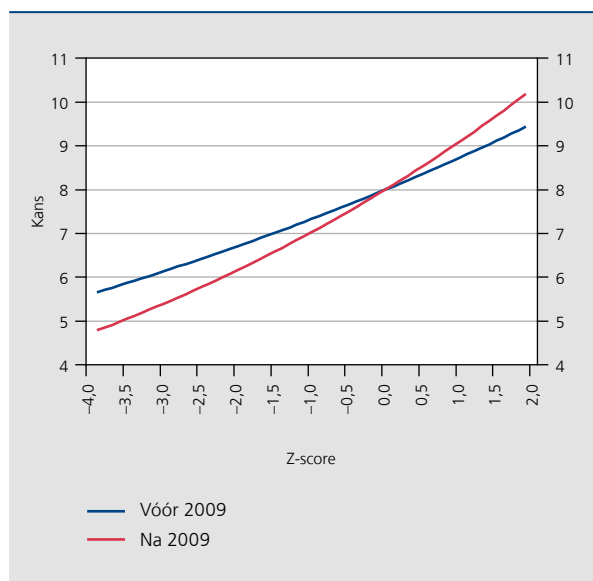
De twee modellen werden geraamd voor de periode van 1999 tot 2011. De gegevens voor de jaren nadien konden niet worden gebruikt vanwege de methodologische veranderingen in de gegevensverzameling van de Centrale voor kredieten die in 2012 plaatsvonden⁽¹⁾. In de vergelijkingen worden het aantal werknemers en de arbeidsproductiviteit weergegeven in logaritmische vorm.

De resultaten van de ramingen voor de beide modellen worden weergegeven in tabel 4. Over het algemeen bevestigen de voor de Z-score geraamde elasticiteiten het belang van de financiële gezondheid van een onderneming voor de totale kredietverlening van de banken aan die onderneming. Ceteris paribus gaf een toename van de Z-score van een bepaalde onderneming met één procentpunt tot in 2008 gemiddeld aanleiding tot een stijging met 3,6 procentpunt van de jaar-op-jaar groei van het bedrag van de kredietverlening aan die onderneming. In tegenstelling tot wat zou kunnen worden verondersteld, liep die elasticiteit vanaf 2009 licht terug tot 3,3. Dat resultaat zou mogelijk verband kunnen houden met

een enigszins minder restrictief beleid inzake kredietrisico van de banken tegenover de kmo's die reeds tot hun cliënten behoorden. Omdat het model het niet mogelijk maakt de aanbod- en vraageffecten van elkaar los te koppelen, zou deze lagere coëfficiënt eveneens een iets sterkere kredietvraag dan vóór de crisis kunnen weer spiegelen. De vermindering van die elasticiteit is hoe dan ook beperkt, wat onderstreept dat het risicoprofiel van de kmo's een belangrijke determinant blijft in het verloop van de bedragen die de kredietinstellingen hun ter beschikking stellen. Er mag derhalve worden aangenomen dat de verslechterde financiële gezondheid van een relatief beperkte groep ondernemingen (zie hierboven) een negatief effect had op het algemene verloop van de kredieten.

De ramingen inzake het aangaan van nieuwe kredietrelaties geven evenwel een heel ander beeld te zien. Hoewel ook de kredietverlening van de banken aan nieuwe cliënten sterk afhankelijk is van het risiconiveau van die cliënten, is dit aspect belangrijker geworden na het uitbreken van de crisis. Volgens het model hebben de kredietverstrekkers sindsdien bij het verstrekken van nieuwe leningen immers méér de voorkeur gegeven aan financieel gezonde ondernemingen dan aan kwetsbaarder ondernemingen. Dit effect, waarvan de raming in grafiek 8 wordt weergegeven, was evenwel relatief gematigd, en de negatieve impact op de totstandbrenging van nieuwe kredietrelaties betrof vooral de financieel uiterst zwakke kmo's, namelijk die met een sterk negatieve Z-score.

GRAFIEK 8 KANS OP VERSTREKKING VAN EEN NIEUW KREDIET NAARGELANG VAN DE Z-SCORE⁽¹⁾
(in %)



(1) De kansen worden geraamd op basis van het in de tweede kolom van tabel 4 beschreven model, waarbij de waarde van de overige variabelen wordt vastgelegd op hun voor het hele staal opgetekende gemiddelden.

Hoewel statistisch significant, zijn de geraamde elasticiteiten voor de andere variabelen in beide modellen vrij zwak. Het geraamde verband tussen de kredietgroei en de productiviteit van de ondernemingen is in de eerste vergelijking negatief, wat doet vermoeden dat de economische resultaten nauwelijks invloed uitoefenen – althans niet rechtstreeks – op de beslissingen van de banken inzake kredietverlening en dat die beslissingen dus wel degelijk in eerste instantie worden beïnvloed door het risicoprofiel van de kredietnemer. Daarnaast is, zoals verwacht, de kredietverlening aan kmo's negatief gecorreleerd met hun leeftijd.

Ten slotte bleken de geraamde parameters voor de jaar-specifieke binaire variabelen (niet opgenomen in tabel 4) meestal significant te zijn. Dit bevestigt het belang van de conjunctuureffecten in het verloop van de kredietverlening aan ondernemingen en wellicht ook dat van de specifieke factoren voor de banksector, onder meer inzake balansverplichtingen, naast overwegingen betreffende het aan elke onderneming verbonden kredietrisico.

Conclusie

De meeste kmo's zijn voor de financiering van hun activiteiten afhankelijk van bancair krediet en zien zich verplicht deze financieringsbron vaker aan te spreken dan de grotere ondernemingen die een beroep kunnen doen op andere instrumenten op de kapitaalmarkten. Dit gebrek aan alternatieven verklaart onder meer waarom, tegen de achtergrond van de financiële crisis die in 2008 met het faillissement van Lehman Brothers uitbrak, de vraag naar bancair krediet van de kmo's minder sterk afzwakte dan die van de grote ondernemingen, en dat ondanks strengere kredietvoorwaarden. De Belgische banken, die vonden dat de met de kredietverlening aan kmo's verbonden risico's toenamen, beperkten immers hun aanbod, onder meer via de vereiste waarborgen.

Verskillende elementen in deze studie wijzen er immers op dat de risicofactor wel degelijk een belangrijke rol

speelde in het kredietbeleid van de Belgische banken. Derhalve mag worden aangenomen dat de verslechterde financiële situatie van een relatief beperkt aantal kmo's de afgelopen jaren de bancaire kredietverlening enigszins heeft gedrukt. Niettemin blijkt dat de ondernemingen met een robuustere financiële gezondheid het bedrag van de aan hen toegestane kredieten zagen toenemen.

Over het geheel genomen lijken de Belgische banken, bij een ongewijzigd risiconiveau, na het uitbreken van de crisis echter niet restrictiever te zijn geworden tegenover hun bestaand cliënteel, wat erop wijst dat ze bij voorkeur langdurige klantrelaties in stand willen houden. Uit de resultaten van deze studie blijkt daarentegen dat ze ook ietwat minder geneigd waren om tijdens de crisis risico's te nemen bij de kredietverlening aan kmo's waarmee zij nog geen handelsrelatie hadden, door eerder voorrang te geven aan de ondernemingen met een gunstiger risicoprofiel.

Bibliografie

Altman E. I. (1968), 'Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy', *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.

De Backer B., Ph. Du Caju, M. Emiris en Ch. Van Nieuwenhuyze (2015), 'Macro-economische determinanten van de non-performing loans', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december 2015, 47-68.

OECD (2015), *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, February.

Rubbrecht I. en D. Vivet (2015), 'Resultaten en financiële situatie van de ondernemingen in 2014', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december 2015, 141-170

Vivet D. (2011), *Ontwikkeling van een financiële gezondheidsindicator op basis van de jaarrekeningen van de vennootschappen*, NBB, Working Paper Document 213.

Wehinger G. (2013), 'SMEs and the credit crunch: Current financing difficulties, policy measures and a review of literature', *OECD Journal: Financial Market Trends*, (2), 115-148.

Macro-economische determinanten van non-performing loans

B. De Backer

Ph. Du Caju

M. Emiris

Ch. Van Nieuwenhuyze^(*)

Inleiding

De kredietrisico's verbonden aan de financiële gezondheid van de niet-financiële private sector worden in België doorgaans als gematigd beschouwd, gelet op de weinig problematische private schuldgraad en het aanzienlijk netto financieel vermogen van de huishoudens (zie EC, 2015, Bruggeman en Van Nieuwenhuyze, 2013). Indicatoren voor het effectief gerealiseerd kredietrisico, zoals de non-performing loans (NPL), die kunnen worden afgelezen uit de bancaire balansen, en de betalingsachterstanden van de huishoudens (Centrale voor kredieten aan particulieren, CKP) bevestigen de relatief hoge activakwaliteit van de banken in België maar ze laten sinds de crisis wel een toename optekenen, die samenvalt met een verdere stijging van de private schuldgraad.

Tegen die achtergrond beoogt dit artikel het niveau en de ontwikkeling van het (ex post) kredietrisico voor de banken, gemeten aan de hand van de NPL, en specifiek voor de huishoudens, de betalingsachterstanden, te evalueren en te verklaren door deze te koppelen aan zowel macro-economische omgevingsfactoren als aan structurele variabelen van de kredietmarkt zoals de loan-to-value (LTV) of de debt-service-to-income (DSTI) ratio's. Blijken deze variabelen significant te zijn voor het kredietrisico, dan betekent dit dat een macroprudentieel beleid zinvol kan zijn.

Een nadeel van deze analyse is de beperkte databeschikbaarheid en het gebrek aan een internationale uniforme

definitie voor NPL. De omvang van de NPL wordt mede bepaald door nationale boekhoudkundige definities en valt daarom internationaal moeilijk te vergelijken. Recent heeft de EBA evenwel werk gemaakt van een geharmoniseerde definitie (zie EU, 2014); wat België betreft zijn data conform deze definitie beschikbaar vanaf het derde kwartaal van 2014, hetgeen evenwel geen tijdsreeksanalyse toelaat. NPL-gegevens volgens de nationale definitie zijn wel over een lange periode beschikbaar (sinds 1993K2), maar een uitsplitsing naar krediettype is niet mogelijk. Het verloop van het gerealiseerd kredietrisico per sector of type krediet kan enkel voor de huishoudens worden geanalyseerd op basis van de CKP-gegevens, zij het vanaf 2006.

Dit artikel bestaat uit vier hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk worden het niveau en het verloop van de NPL in België vergeleken met die in de andere landen van het eurogebied. In het tweede hoofdstuk volgt dan een overzicht van de verschillende gegevensbronnen rond het gerealiseerd kredietrisico in België. In het derde hoofdstuk wordt nagegaan in welke mate de betalingsachterstanden op de markt voor hypothecair krediet verklaard kunnen worden door de macro-economische omgeving en door structurele factoren van de kredietmarkt (LTV, DSTI, bank business models). In het vierde en laatste hoofdstuk worden de implicaties van de NPL belicht (eventuele terugkoppelingseffecten op de macro-economische omgeving) en wordt het toekomstig verloop ervan ingeschat door recente ontwikkelingen in het vlak van de kredietwaardigheid van de debiteuren te analyseren.

(*) De auteurs danken A. Francart voor zijn medewerking.

1. Non-performing loans: internationale vergelijking

Sinds de crisis is de activakwaliteit er in het eurogebied sterk op achteruitgegaan. Volgens geconsolideerde bankgegevens van de ECB⁽¹⁾ stegen de NPL het sterkst in de perifere landen van het eurogebied en bereikte de NPL-ratio (NPL/totale kredieten) medio 2014 (laatst beschikbare gegevens) in Cyprus, Griekenland en Ierland een uitzonderlijk hoog niveau, respectievelijk 53 %, 27 % en 22 %, ten opzichte van gemiddeld 5,8 % in het eurogebied. De kredietkwaliteit is doorgaans beter in de kernlanden, waar ook België deel van uitmaakt (5,6 %). Bovendien zijn de NPL in de landen met een hoge NPL-ratio nog blijven stijgen, terwijl ze in sommige landen met een lagere ratio reeds licht zijn beginnen te dalen.

Uit het Comprehensive Assessment (CA) van de grootste banken in het eurogebied, waarvan de ECB in oktober 2014 de resultaten heeft gepubliceerd, is echter gebleken dat deze gegevens het kredietrisico nog onderschatten. Zo zou volgens de asset quality review (AQR) – waarin voor de NPL een uniforme definitie wordt gehanteerd die aansluit bij de strengere EBA-definitie – het totale

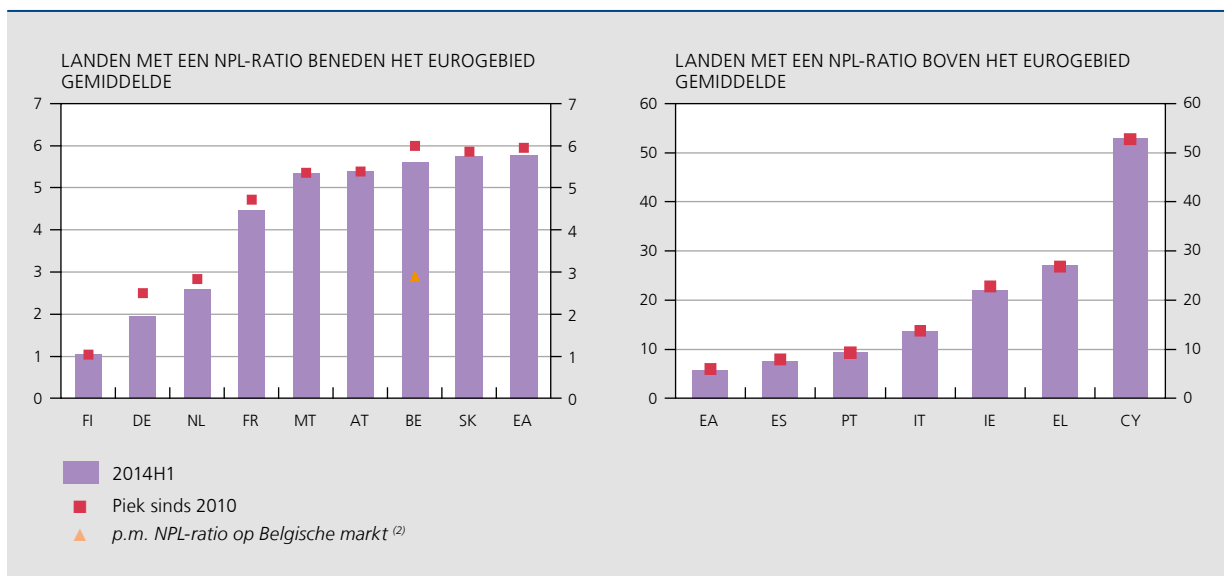
volume aan NPL van de deelnemende banken uiteindelijk € 879 miljard bedragen, dat is € 136 miljard méér dan waarvoorheen werd van uitgegaan (zie ECB, 2014).

Een andere kanttekening bij deze gegevens is dat ze betrekking hebben op het kredietrisico op het niveau van de bankgroepen (i.e. geconsolideerde gegevens, inclusief de activiteiten van de dochters en bijkantoren in het buitenland), waardoor ze niet noodzakelijk het kredietrisico op de nationale markt weerspiegelen. Voor België blijkt op basis van gegevens op sociale basis (i.e. exclusief de activiteiten van dochters in het buitenland, maar inclusief de bijkantoren) dat het kredietrisico op de nationale markt met een gemiddelde NPL-ratio van 2,9 % beduidend kleiner is. Het aanzienlijke verschil is toe te schrijven aan de blootstelling van sommige Belgische banken aan hoge kredietrisico's op buitenlandse markten, bijvoorbeeld KBC via haar dochter KBC Ireland (zie NBB, 2014). Aangezien dit artikel het kredietrisico op de Belgische markt beoogt te modelleren, beperken we ons, behalve voor internationale vergelijkingen, voornamelijk tot de gegevens op sociale basis.

De crisis heeft aangetoond dat het kredietrisico in het eurogebied niet losstaat van de macro-economische omgeving. Het zijn meer bepaald de perifere landen met de zwaarste economische recessie en de zwakste balansposities van de private sector die de hoogste NPL-ratio's

(1) De in dit artikel gebruikte internationale gegevens van de ECB lopen tot en met juni 2014 en berusten nog niet op de EBA-definitie, wat een vergelijking in de tijd mogelijk maakt. De ECB plant eind 2015 kwartaalgegevens conform de EBA-definitie te publiceren (vanaf 2014K4).

GRAFIEK 1 NPL-RATIO: INTERNATIONALE VERGELIJKING⁽¹⁾
(NPL in % van de totale kredieten)

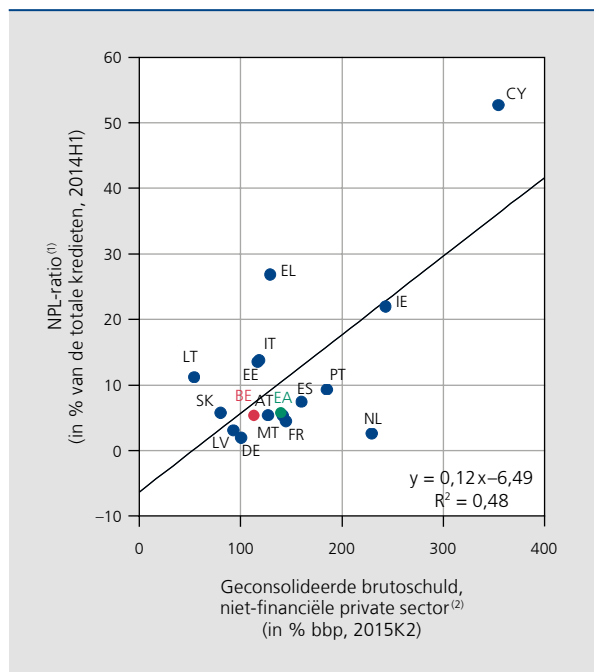


Bron: ECB.

(1) Geconsolideerde gegevens (binnenlandse bankgroepen, i.e. inclusief hun dochters en bijkantoren in het buitenland) voor de landen van het eurogebied waarvoor deze gegevens beschikbaar zijn.

(2) Gegevens op sociale (niet-geconsolideerde) basis (kredietinstellingen naar Belgisch recht, exclusief dochters in het buitenland), juni 2014.

GRAFIEK 2 SCHULDNIIVEAU VAN DE NIET-FINANCIËLE PRIVATE SECTOR EN NPL-RATIO



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Geconsolideerde gegevens. Met uitzondering van Luxemburg, Finland en Slovenië.

(2) Voor België werd de geconsolideerde brutoschuld verminderd met de kredieten verstrekt door de buitenlandse niet-bancaire sector en de sector 'financiële instellingen en kredietverstrekkers binnen concernverband', aangezien het hier voornamelijk intragroepsfinanciering betreft. De gegevens maken het niet mogelijk een soortgelijke correctie te maken voor de andere landen, maar de omvang van dit soort van financiering blijft in de meeste landen beperkt.

laten optekenen. Dat blijkt ook uit een cross-sectionele analyse waarbij de NPL-ratio van de diverse landen wordt afgezet tegen de geconsolideerde brutoschuld van de niet-financiële private sector.

Er bestaat een duidelijk positief verband tussen de hoogte van de schuldgraad van de niet-financiële private sector in de landen van het eurogebied en het niveau van de NPL-ratio⁽¹⁾. Voor beide variabelen worden de laatst beschikbare gegevens gebruikt (i.e. eerste helft van 2014 voor de NPL-ratio en het tweede kwartaal van 2015 voor de schuldgraad). Een toename van de schuldgraad van de niet-financiële private sector met 10 procentpunt bbp

(1) De landen met een hoge NPL-ratio dragen sterk bij tot dit positieve verband. Maar zelfs indien men 'outliers', zoals Cyprus, met een NPL-ratio van meer dan 50% uit de analyse weert, blijft het positieve verband intact, zij het dat het minder hecht wordt.

(2) Een niet-gerapporteerde analyse wijst ook op een significant cross-sectioneel verband tussen de veranderingen in de NPL-ratio en de reële bbp-groei. De sterke samenhang tussen de NPL-ratio en de conjunctuur wordt voor België ook geïllustreerd in hoofdstuk 3 van dit artikel.

(3) Naar het voorbeeld van de Centrale voor kredieten aan particulieren, registreert de Centrale voor kredieten aan ondernemingen sinds april 2012 ook de betalingsachterstanden. Deze reeksen hebben evenwel een te korte historiek om aan te wenden in onze analyse.

gaat, gemiddeld beschouwd, gepaard met een toename van de NPL-ratio met 1,2 procentpunt. België vertoont geen opvallend profiel, in die zin dat de NPL-ratio een waarde heeft die volgens de geschatte relatie kan worden verwacht op basis van de schuldgraad van de niet-financiële private sector⁽²⁾.

In hoofdstuk 3 wordt nader ingegaan op de structurele en cyclische determinanten van het kredietrisico in België, maar eerst volgt een overzicht van de beschikbare gegevens over het (ex post) kredietrisico in België.

2. Gegevensbronnen en definities met betrekking tot wanbetalingen in België

Om het (ex post) kredietrisico te meten, kunnen in België twee soorten van publiek beschikbare gegevens worden gebruikt:

- bancaire, boekhoudkundige gegevens: non-performing loans (NPL), i.e. kredieten die niet langer renderen of waarvan wordt verwacht dat ze niet het contractueel bepaalde rendement zullen opleveren, worden door de banken op hun balans geboekt als NPL;
- de Centrale voor kredieten aan particulieren: deze Centrale registreert behalve alle consumenten- en hypothecaire kredieten van particulieren (positieve centrale), de effectieve betalingsachterstanden van particulieren op hun kredieten (negatieve centrale); het zijn de banken en de overige kredietverstrekkers die de betalingsachterstanden aan de kredietcentrale melden⁽³⁾.

Beide bronnen alsook de gehanteerde definities – in het bijzonder de criteria voor het registreren van NPL en/of betalingsachterstanden – worden hieronder nader toegelicht.

2.1 Non-performing loans

De definitie van NPL verschilt naargelang de banken rapporteren op geconsolideerde basis (inclusief buitenlandse dochters en bijkantoren) of op niet-geconsolideerde basis (exclusief buitenlandse dochters, maar inclusief bijkantoren). De geconsolideerde gegevens zijn opgesteld volgens de IFRS (International Financial Reporting Standards), de niet-geconsolideerde volgen de Belgische boekhoudprincipes, de BE GAAP (Belgian Generally Accepted Accounting Principles).

Hoewel de geconsolideerde gegevens internationaal beter vergelijkbaar zijn dan de niet-geconsolideerde gegevens,

worden toch aanzienlijke verschillen vastgesteld in de wijze waarop de banken de boekhoudprincipes voor het registreren van NPL interpreteren. Bovendien is er vaak sprake van een onderrapportering, zoals ook is gebleken uit het CA van de ECB. Daarom geldt in de EU sinds januari 2015 een uniforme en ruimere definitie van de NPL overeenkomstig de EBA-richtlijn.

Volgens de EBA-definitie is een NPL een krediet dat:

- (i) ofwel een betalingsachterstand (kapitaal en/of interesten) heeft van meer dan 90 dagen;
- (ii) ofwel waarschijnlijk niet zal worden terugbetaald zonder de activering van de waarborg.

Gelet op de recente methodologische wijzigingen hebben deze gegevens als belangrijk nadeel dat er geen lange consistente tijdsreeks beschikbaar is (in België vanaf 2014K3). Belangrijker voor de analyse is evenwel dat ze de activiteiten van de buitenlandse dochters en bijkantoren omvatten en dus niet representatief zijn voor de kredietrisico's op de nationale markt.

Deze laatste risico's worden beter weergegeven door de gegevens op sociale (niet-geconsolideerde) basis (exclusief de activiteiten van de buitenlandse dochters). Bovendien zijn die gegevens reeds geruime tijd beschikbaar (op kwartaalbasis, vanaf 1993K2).

Volgens de BE GAAP (Schema A) is een NPL een krediet met:

- een oninbaar en dubieus karakter, i.e. 'probleemrisico's op tegenpartijen van wie het onvermogen om hun verplichtingen na te komen vaststaat of vrijwel zeker is, alsook de risico's in betwisting waarvan vaststaat of vrijwel zeker is dat de uitkomst van de beslechting is of zal zijn dat de betwiste vorderingen oninbaar zijn of de betwiste verhaalrechten niet kunnen worden uitgeoefend'; ofwel;
- een onzeker verloop, i.e. 'probleemrisico's op tegenpartijen van wie is vastgesteld of wordt voorzien dat ze moeilijkheden ondervinden of zullen ondervinden om hun verplichtingen na te komen, maar van wie het onvermogen niet vaststaat noch vrijwel zeker is, alsook de risico's in betwisting waarvan de beslechting onzeker is'.

Naast de geaggregeerde gegevens wordt in dit artikel ook gebruik gemaakt van niet-geconsolideerde gegevens per kredietinstelling⁽¹⁾, die we – om redenen

(1) Medio 2014 rapporteerden 39 kredietinstellingen naar Belgisch recht hun balansen op een niet-geconsolideerde basis.

van confidentialiteit – evenwel groeperen en dus niet afzonderlijk identificeren.

De BE GAAP-definitie van een NPL is in principe minder ruim dan de EBA-definitie; ze bevat bijvoorbeeld geen 90-dagen criterium. Een ander nadeel is dat er voor de BE GAAP-gegevens geen uitsplitsing beschikbaar is naar type debiteur of krediet, waardoor de relatie met de macro-economische omgeving minder nauwkeurig kan worden gemeten dan bijvoorbeeld op sectoraal niveau of op het niveau van de individuele kredietnemer.

2.2 (Negatieve) Centrale voor kredieten aan particulieren

De gegevens van de CKP leveren wél het gewenste sectoraal niveau op van de betalingsachterstanden op de nationale markt, zij het enkel voor de particulieren en vanaf 2006 (op maandbasis vanaf 2007). Naast de betalingsachterstanden in euro registreert de Centrale ook het aantal contracten en het aantal personen met een betalingsachterstand.

Betalingsachterstanden dienen door de banken en de andere kredietverstrekkers aan de kredietcentrale te worden gemeld. Daartoe worden door de Centrale, per soort van krediet, criteria geformuleerd, waarvan het belangrijkste het 90-dagen criterium is. In het geval van hypothecair krediet moet aan de kredietcentrale een wanbetaling worden gemeld:

- wanneer een verschuldigd bedrag niet of onvolledig is betaald binnen de drie maanden na de vervaldag;
- wanneer een verschuldigd bedrag niet of onvolledig is betaald binnen één maand na de ingebrekestelling via aangetekend schrijven.

Ook bij de andere kredietsoorten zoals kredietopeningen en verkopen en leningen op afbetaling bevatten de registratiecriteria voor wanbetalingen een 90-dagen criterium.

2.3 Probability of default

Op basis van deze gegevensbronnen kan een benadering gemaakt worden van de 'probability of default' (PD); deze PD speelt een cruciale rol bij het inschatten, door een bank, van de verliezen op haar kredietportefeuille. Overeenkomstig de Basel II-terminologie, is het verwachte verlies (expected loss, EL), een functie van het risico op faillissement (probability of default, PD), het verlies in geval van faillissement (loss given default, LGD) en de

blootstelling op het ogenblik van het faillissement (exposure at default, EAD):

$$EL = PD * LGD * EAD$$

Relevant is vooral in welke mate de PD wordt bepaald door de macro-economische omgeving. Zo wordt bij stresstests (zie bv. Ferrari et al., 2011), en meer bepaald aan de hand van een 'credit risk model', meestal een verband gelegd tussen de PD en een scenario voor de macro-economische omgeving. Vaak wordt verondersteld dat de LGD afhangt van de boekhoudkundige praktijken, terwijl de EAD dikwijls constant wordt gehouden.

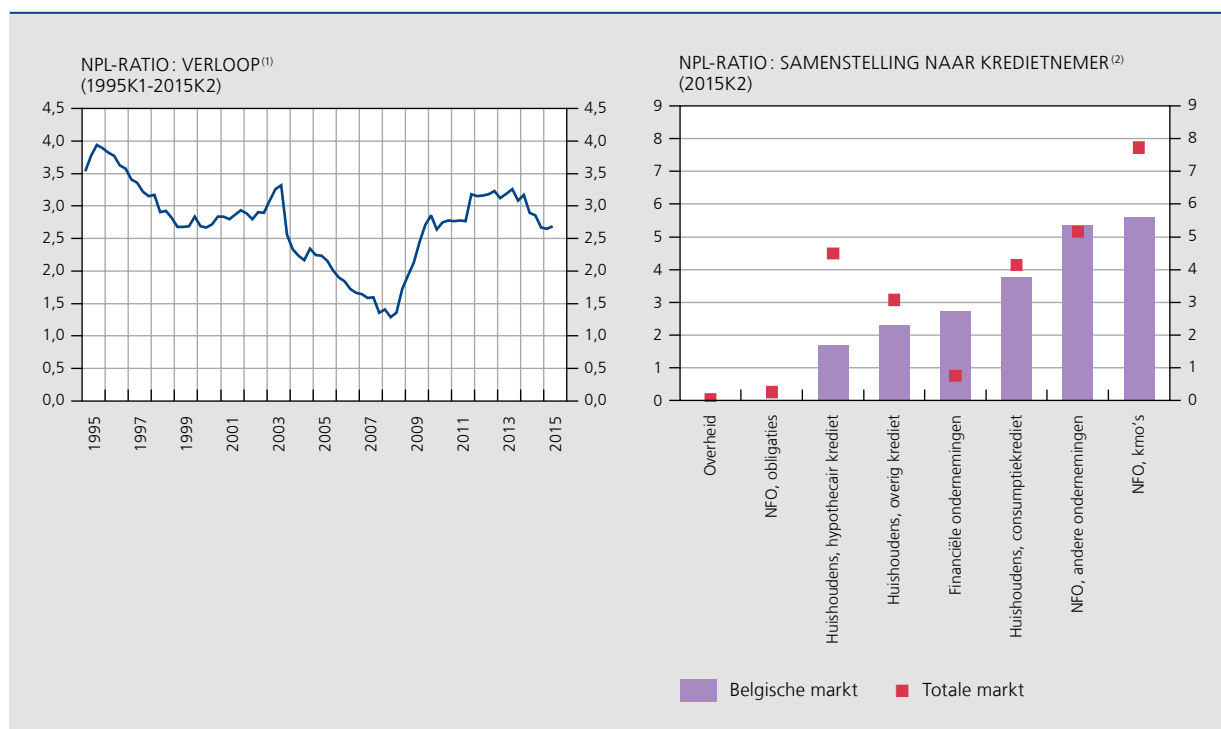
In het geval van de bancaire boekhoudkundige gegevens wordt onze (eenvoudige) maatstaf voor de PD verkregen door de verhouding van de NPL tot de totale uitstaande

kredieten, beide uitgedrukt in euro (i.e. de NPL-ratio); in het geval van de CKP nemen we de verhouding van het aantal kredieten met een betalingsachterstand tot het totaal aantal kredieten. In het vervolg van dit artikel verwijst het 'kredietrisico' naar de aldus berekende PD.

De op basis van de niet-geconsolideerde gegevens berekende NPL-ratio (de PD) toont het verloop van het kredietrisico op de Belgische markt sinds het midden van de jaren negentig. Daaruit blijkt dat de kredietkwaliteit toenam in met name de aanloop naar de EMU en de jaren vóór de financiële crisis. De NPL-ratio liep gaandeweg terug van zijn maximum van ongeveer 4 % in 1995 tot een historisch minimum van 1,3 % in juni 2008, wat deels kan worden verklaard door de gunstige macro-economische omgeving met een relatief hoge economische groei én een daling van de rentetarieven en de werkloosheidsgraad⁽¹⁾. Deze trend tekende zich tevens internationaal af aangezien ook in de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk de NPL-ratio daalde (ECB, 2005). De financiële crisis bracht evenwel een ommekeer teweeg; de NPL-ratio liep relatief snel op van 1,3 % in 2008K2 tot 3,3 % in 2013K3, wat alsnog een beter niveau was dan omstreeks het midden van de jaren negentig. Sinds

(1) Zoals reeds vermeld, moeten deze cijfers evenwel omzichtig worden beoordeeld aangezien de interpretatie van een NPL niet alleen sterk kan verschillen van land tot land, van bank tot bank, maar ook van periode tot periode. De vaststelling dat het kredietrisico net vóór de crisis een minimum bereikte, geeft aan dat de banken het kredietrisico mogelijk rooskleurig inschatten (bv. voor de component 'kredieten met een onzeker verloop') en dat het allicht niet het daadwerkelijk in de markt aanwezige kredietrisico weerspiegelde. Ook een verschillend afschrijvingspercentage (waardoor een NPL-krediet van de balans verdwijnt) kan een verklaring zijn. Voor België is er evenwel geen informatie beschikbaar over de afschrijvingspercentages.

GRAFIEK 3 DE NPL-RATIO VAN DE BELGISCHE BANKSECTOR: VERLOOP EN SAMENSTELLING NAAR KREDIETNEMER
(NPL in % van de totale kredieten)



Bron: NBB.

(1) Niet-geconsolideerde gegevens.

(2) Geconsolideerde gegevens.

eind 2013 wordt opnieuw een lichte verbetering opgetekend; eind juni 2015 bedroeg de NPL-ratio 2,7 %.

De uitsplitsing van de geconsolideerde gegevens van haar kant toont aan dat de NPL-ratio sterk afhankelijk is van de institutionele sector (huishoudens, niet-financiële ondernemingen (NFO), enz.) en van de markt (Belgische of buitenlandse) waar de debiteur toe behoort.

Op de Belgische markt varieerde de NPL-ratio in 2015K2 van bijna 0% voor de overheid en op obligaties⁽¹⁾ van niet-financiële ondernemingen tot 5,6% voor kredieten aan kmo's. Het relatief hoge kredietrisico op kredieten aan kmo's doet zich ook voor op de buitenlandse markt en hoeft niet te verwonderen, gelet op het doorgaans hogere risicoprofiel en de sterkere crisisgevoeligheid van de meest kwetsbare kmo's⁽²⁾. Het kredietrisico is kennelijk ook groter voor kredieten met zwakkere waarborgen. Zo heeft het

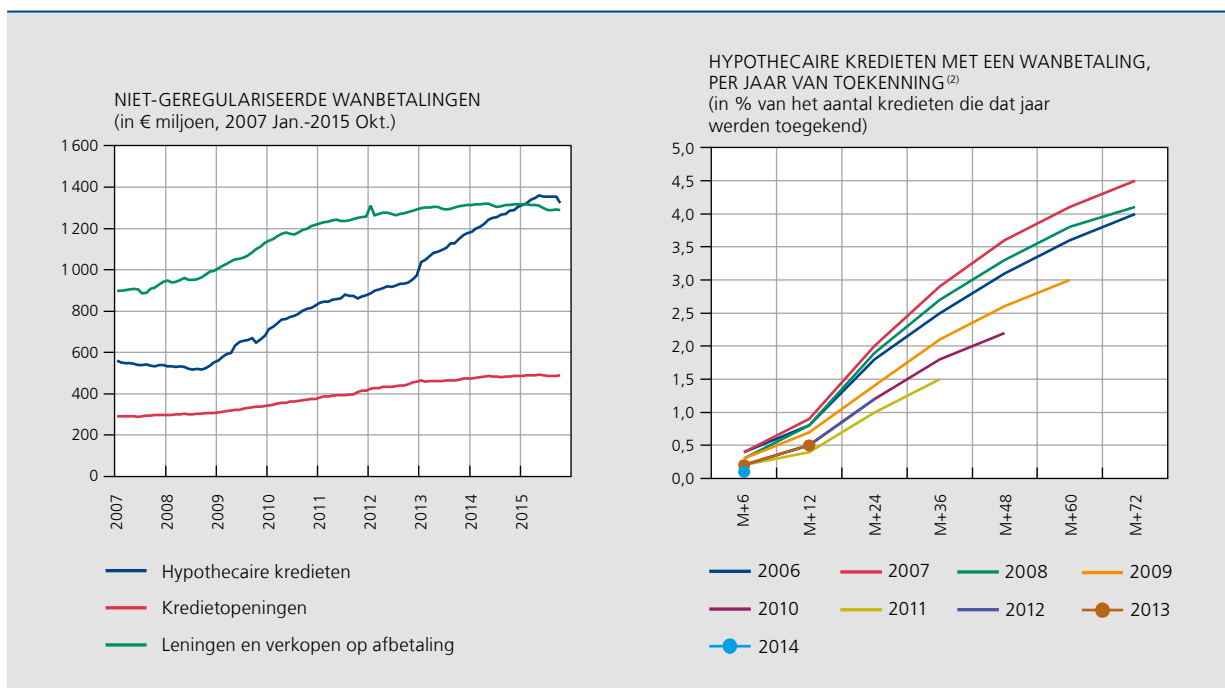
hypothecair krediet een relatief lage NPL-ratio van 1,7%, wat minder is dan het consumentenkrediet (3,8%).

Het kredietrisico op de buitenlandse markt was in 2015K2 voor vrijwel alle sectoren groter dan dat op de Belgische markt, behalve voor de financiële ondernemingen. Uit een verdere uitsplitsing blijkt dat dit, eerder dan aan de kredietinstellingen, moet worden toegeschreven aan de niet-bancaire financiële sector (met inbegrip van de niet-financiële holdings en van de ondernemingen die behoren tot wat doorgaans wordt gedefinieerd als de 'shadow banking' sector). Het grootste verschil tussen de binnen- en buitenlandse markt wordt opgetekend voor het kredietrisico op het hypothecair krediet, wat de – onder meer op de huizenmarkt – uiteenlopende macro-economische situatie binnen Europa weergeeft. Landen zoals Ierland en Nederland, met nefaste ontwikkelingen op hun huizenmarkt, wegen relatief zwaar in de buitenlandse portefeuille van de Belgische banken (NBB, 2015).

Voor de huishoudens afzonderlijk kan het verloop van het kredietrisico in België geïllustreerd worden aan de hand van de CKP-gegevens, zij het pas vanaf 2006 (en op maandbasis

(1) Er zij opgemerkt dat de EBA-definitie niet enkel betrekking heeft op kredieten, maar ook op schuldeffecten zoals obligaties. Het totaal van problematische kredieten en schuldvorderingen wordt in dit geval ook wel omschreven als 'non-performing exposures (NPE)'.
 (2) Zie het artikel van Piette en Zachary (2015) in dit Economisch Tijdschrift.

GRAFIEK 4 CENTRALE VOOR KREDIETEN AAN PARTICULIEREN: WANBETALINGEN⁽¹⁾



Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan particulieren).

(1) Er wordt een wanbetaling op hypothecaire kredieten geregistreerd wanneer een verschuldigd bedrag niet of onvolledig is terugbetaald binnen (i) de drie maanden na de vervaldag of (ii) één maand na de ingebrekestelling via aangetekend schrijven. Voor verkopen en leningen op afbetaling is er sprake van wanbetaling wanneer drie termijnbedragen op hun vervaldag niet of onvolledig zijn betaald of wanneer een vervallen termijnbedrag gedurende drie maanden niet of onvolledig is betaald of nog wanneer de nog te vervallen termijnbedragen onmiddellijk opeisbaar zijn geworden. Voor kredietopeningen, ten slotte, wordt een wanbetaling geregistreerd wanneer een bedrag aan kapitaal en/of de totale kosten op vervaldag komen overeenkomstig de voorwaarden van de kredietovereenkomst en dit niet of onvolledig werd terugbetaald binnen een termijn van drie maanden, of wanneer het kapitaal volledig opeisbaar is geworden en het verschuldigde bedrag niet of onvolledig werd terugbetaald, of nog wanneer het totaal terug te betalen bedrag niet werd terugbetaald binnen de maand na het verstrijken van de nulstellingstermijn.
 (2) De kredieten worden gegroepeerd volgens het jaar van hun toekenning. De curven tonen voor elk jaar het aantal achterstallige kredieten, in procenten van het totale aantal oorspronkelijke kredieten, na een bepaald aantal maanden vanaf de toekenning van de kredieten. Er wordt geen rekening gehouden met mogelijke regularisaties van de kredieten.

vanaf 2007). Er is ook een uitsplitsing mogelijk naar krediettype (hypothecaire kredieten en consumentenkredieten zoals leningen en verkopen op afbetaling, kredietopeningen). Uit de nominale bedragen van de totale uitstaande betalingsachterstanden blijkt dat die op hypothecair krediet sinds kort de belangrijkste zijn geworden (€ 1,32 miljard in oktober 2015), vergeleken met de wanbetalingen op leningen en verkopen op afbetaling (€ 1,29 miljard) en die op kredietopeningen (€ 0,49 miljard).

De uitstaande bedragen van de betalingsachterstanden geven echter niet alleen het toegenomen kredietrisico of de PD weer; ze worden ook – en in belangrijke mate – bepaald door de groei van het aantal hypothecaire kredieten en door het verloop van het gemiddeld toegekende bedrag per krediet.

De op basis van de CKP-gegevens berekende PD wordt geïllustreerd in de rechtergrafiek. Deze grafiek toont de fractie van kredietovereenkomsten afgesloten in een bepaalde periode die een betalingsachterstand oplopen binnen een bepaalde termijn. De PD is cumulatief en niet gecorrigeerd, wat betekent dat geen rekening wordt gehouden met een mogelijke aanzuivering van de kredieten waarvoor in een vorige periode een betalingsachterstand werd opgetekend. Uit de grafiek blijkt dat het kredietrisico het grootst was voor de in 2007 verstrekte kredieten. Sindsdien is de kredietkwaliteit licht verbeterd. Zo bedroeg de PD voor de in 2007 verstrekte hypothecaire kredieten na twaalf maanden 0,9% ten opzichte van 0,5% voor de in 2013 uitgegeven kredieten⁽¹⁾. Dat geldt voor alle termijnen waarbinnen de eerste wanbetaling werd vastgesteld.

Dankzij de gedetailleerde informatie over de PD op het hypothecair krediet kan deze op nauwkeurige wijze worden gekoppeld aan macro-economische en structurele determinanten, waar in hoofdstuk 3 nader wordt op ingegaan.

3. Evaluatie en determinanten van de (hypothecaire) wanbetalingen in België

In dit hoofdstuk wordt getracht de hierboven berekende PD's te verklaren door ze te koppelen aan zowel

macro-economische omgevingsfactoren als enkele structurele variabelen van de kredietmarkt. Tot de structurele factoren behoren de eigenschappen van de kredieten (bv. macroprudentiële risicomaatstaven/instrumenten zoals de LTV, de DSTI), alsook de eigenschappen van de banken (bv. hun grootte). Tot de macro-economische variabelen worden de cyclische variabelen gerekend, zoals werkloosheid, economische groei, rente, enz. Er wordt onder meer nagegaan of hogere LTV's, DSTI's en een zwakkere macro-economische omgeving effectief ook een groter kredietrisico inhouden, én of, met andere woorden, een macroprudentieel beleid op basis van deze variabelen zinvol kan zijn.

Om het verband tussen de PD en de structurele/macro-economische factoren zo nauwkeurig mogelijk te meten, wordt gefocust op de hypothecaire kredietmarkt waarvoor PD-gegevens beschikbaar zijn (CKP-gegevens) en waarvoor, wat de structurele eigenschappen van de kredietmarkt betreft, andere bronnen kunnen worden geraadpleegd, zoals de HFCS (Household Finance and Consumption Survey) en de PHL-enquête (Prêts Hypothécaires – Hypothecaire leningen).

3.1 Structurele en macro-economische determinanten

Op basis van de HFCS⁽²⁾ kunnen structurele kenmerken, bijvoorbeeld het risicoprofiel van de uitstaande hypothecaire schuld, in kaart worden gebracht. Daartoe worden een aantal risicomaatstaven op gezinsniveau berekend⁽³⁾. Huishoudens komen in de problemen bij de afbetaling van hun hypothecaire lening wanneer hun inkomensstroom niet voldoende is om de periodieke aflossingen te betalen en wanneer hun (liquide) financiële activa niet volstaan om, mochten de inkomensbronnen plots opdrogen, die aflossingen te financieren of om (een deel van) de uitstaande schuld terug te betalen. Is bovendien het vastgoed in onderpand niet significant méér waard dan de lening, dan dreigt de bank verlies te lijden. Om het risicoprofiel van de hypothecaire schuldenlast van de huishoudens te evalueren, worden daarom drie macroprudentiële risicomaatstaven berekend die de hypothecaire schuld relateren aan, respectievelijk, het inkomen, de financiële activa en de vastgoedwaarde:

– de debt-service-to-income ratio (DSTI) deelt de stroom van maandelijkse afbetalingen voor de hypotheeklening door de maandelijkse bruto-inkomensstroom van het huishouden, op het ogenblik van het interview. Deze ratio geeft aan welk deel van het gezinsinkomen een huishouden nodig heeft om de periodieke schuldaflossingen te kunnen nakomen;

(1) Een definitief cijfer voor het aantal in 2014 uitgegeven kredieten met een betalingsachterstand na 12 maanden is pas eind 2015 beschikbaar.

(2) De Household Finance and Consumption Survey (HFCS) is een enquête, georganiseerd door het ESCB, naar het financieel gedrag van de huishoudens in het eurogebied; voor een uitgebreide toelichting, zie Du Caju (2013). Voor de eerste enquêteronde werden de interviews in de meeste landen – waaronder België – uitgevoerd in 2010. In het eurogebied werden in totaal meer dan 62 000 huishoudens geïnterviewd, waarvan 2 364 in België. Structurele kenmerken van de verdeling van activa en schulden blijven vrij stabiel in de tijd, waardoor een analyse op basis van gegevens voor 2010 nog steeds relevant blijft. De enquête is ook uitgevoerd in Duitsland, Griekenland, Spanje, Frankrijk, Italië, Cyprus, Luxemburg, Malta, Nederland, Oostenrijk, Portugal, Slovenië, Slowakije en Finland. Met het 'eurogebied als geheel' worden deze vijftien landen bedoeld.

(3) Bij deze enquête worden alle risicomaatstaven geëvalueerd op het ogenblik van het interview, en dus niet op het ogenblik dat een lening werd aangegaan of dat een vastgoedtransactie werd verricht.

- de liquid-assets-to-debt ratio (LATD) deelt de waarde van de liquide activa van een huishouden (deposito's, obligaties, genoteerde aandelen en fondsen) door zijn uitstaande hypothecaire schuld, op het ogenblik van het interview. Deze ratio geeft aan welk procentueel deel van zijn uitstaande hypothecaire schuld een huishouden onmiddellijk zou kunnen terugbetalen met zijn financiële activa, bijvoorbeeld bij plots inkomensverlies;
- de loan-to-value ratio (LTV) deelt de uitstaande hypothecaire schuld van een huishouden door de (zelf ingeschatte) waarde van het vastgoed, op het ogenblik van het interview.

Indien de aan inkomen of liquide activa gerelateerde schuldratio's bepaalde kritieke waarden overschrijden, wordt het risico groter dat huishoudens hun schuldverplichtingen niet kunnen nakomen (zie ook Du Caju et al., 2014). Om het kredietrisico in te schatten, wordt gefocust op huishoudens met een hypothecaire schuld⁽¹⁾ die kampen met een bovenmatige schuldratio, meer bepaald op hun aandeel in de totale uitstaande hypothecaire schuld. Een overmatige schuldratio wordt gedefinieerd als, respectievelijk, DSTI > 40 %, LATD < 10 % en LTV > 80 %.

Inzake het vermogen om de hypothecaire schuld af te lossen aan de hand van de huidige inkomensstromen (DSTI), is in België blijkbaar 18,2 % (12,7 %) van de hypothecaire schuld geconcentreerd bij huishoudens die

op het ogenblik van het interview meer dan 40 % (50 %) van hun inkomen aan schuldaflossingen spendeerden, tegen 14,9 % (10,0 %) in het eurogebied. Volgens de inkomensgerelateerde schuldratio's is het risicovolle segment in België dus groter dan in het eurogebied. Dit resultaat bevestigt de gevoeligheid van de terugbetalingscapaciteit van de Belgische huishoudens voor inkomensverlies, meer bepaald als gevolg van werkloosheid (zie Du Caju et al., 2014).

Volgens de activagerelateerde schuldratio's (lage LATD en hoge LTV) is het aandeel van de risicovolle hypothecaire schuld in België echter kleiner dan in het eurogebied. Wat de dekking van de hypothecaire schuld door liquide financiële activa betreft, blijkt immers dat 46,0 % (35,1 %) van de hypothecaire schuld in België op het ogenblik van het interview ten belope van minder dan 10 % (5 %) gedekt was door liquide activa van het huishouden, tegen 57,0 % (41,4 %) in het eurogebied. In België bestaat bovendien 20,2 % (10,0 %) van de uitstaande hypothecaire schuld uit leningen met een LTV van meer dan 80 % (90 %) op het ogenblik van het interview, tegen 26,5 % (18,2 %) in het eurogebied. Analoog hiermee blijkt ook dat, volgens deze ratio's, de minder risicovolle segmenten (hoge LATD en lage LTV) van de schuld in België groter zijn dan in het eurogebied.

Gaan we dieper in op de dekking van de uitstaande hypothecaire schuld van de huishoudens door hun liquide financiële activa (LATD) en door de waarde van hun vastgoed (LTV), dan blijkt dat die dekking voor een aanzienlijk deel van de schuld beperkt is. Volgens de gegevens van de HFCS was 35,1 % van de Belgische hypothecaire schuld

(1) Ter informatie: volgens de gegevens van de HFCS voor 2010 bezitten 69,7 % van de Belgische huishoudens een eigen huis, tegen 60,1 % in het eurogebied; 30,5 % van de Belgische huishoudens heeft een hypothecaire lening lopen, tegen 23,1 % in het eurogebied.

TABEL 1 AANDEEL IN DE TOTALE UITSTAANDE HYPOTHECAIRE SCHULD (2010)
(volgens DSTI⁽¹⁾, LATD⁽²⁾ en LTV⁽³⁾ ratio's)

Risicovolle segmenten	België	Eurogebied	Minder risicovolle segmenten	België	Eurogebied
DSTI > 40 %	18,2	14,9	DSTI < 30 %	75,1	76,1
DSTI > 50 %	12,7	10,0	DSTI < 20 %	51,1	55,1
LATD < 10 %	46,0	57,0	LATD > 25 %	34,2	24,3
LATD < 5 %	35,1	41,4	LATD > 50 %	21,4	13,3
LTV > 80 %	20,2	26,5	LTV < 70 %	71,6	66,0
LTV > 90 %	10,0	18,2	LTV < 60 %	63,2	55,8

Bron: NBB (HFCS 2010).

(1) De stroom van maandelijkse hypothecaire aflossingen gedeeld door de stroom van maandelijks bruto inkomen van het huishouden, op het moment van het interview.

(2) De waarde van de liquide activa van een huishouden (de som van deposito's, obligaties, beursgenoteerde aandelen en fondsen) gedeeld door de uitstaande hypothecaire schuld, op het moment van het interview.

(3) De uitstaande hypothecaire schuld van een huishouden gedeeld door de zelf ingeschatte waarde van zijn vastgoed, op het moment van het interview.

in 2010 ten bedrage van minder dan 5% gedekt door liquide activa; 9,9 procentpunt daarvan had bovendien een LTV van meer dan 80%. In het eurogebied is 41,4% van de hypothecaire schuld ten belope van minder dan 5% gedekt door liquide activa, waarvan 15,5 procentpunt met een LTV van meer dan 80%. Aan het andere uiteinde van het spectrum blijkt dat in België 14,9% van de totale uitstaande hypothecaire schuld geconcentreerd is bij huishoudens die over voldoende liquide activa beschikken om hun schuld onmiddellijk af te betalen (LATD > 100%). Ze houden die activa echter aan om andere (onverwachte) uitgaven te financieren of vanwege hun rendement dat, mede door de fiscale behandeling van schuldaflossingen, de kosten van de lening kan overtreffen. In het eurogebied is slechts 8,9% van de totale uitstaande hypothecaire schuld op die manier volledig gedekt door liquide activa.

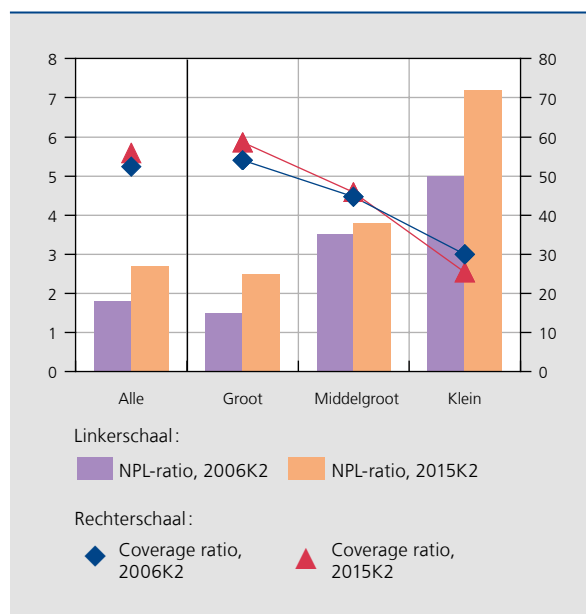
Samengevat, wijzen de HFCS-gebaseerde resultaten op het belang van verdelingsaspecten bij het inschatten van het kredietrisico. Ze tonen aan dat tal van huishoudens met een hypothecaire schuld hun inkomen voor een groot deel spenderen aan schuldaflossing en over weinig financiële reserves beschikken om inkomensverlies te compenseren. Die huishoudens zijn goed voor een aanzienlijk deel van de totale hypothecaire schuld en ze zijn kwetsbaar voor werkloosheidsschokken. Een en ander geldt zowel voor België als voor het eurogebied, zij het dat in België een groter gedeelte van de uitstaande hypothecaire schuld volledig wordt gedekt door liquide financiële activa en het gedeelte van de uitstaande schuld dat amper is gedekt, in België kleiner is dan in het eurogebied.

Ook de eigenschappen van de banken (business models), zoals de grootte van de banken of de sectoren en markten waarop ze zijn gericht, kunnen indicatief zijn voor het kredietrisico. Uit een analyse van de NPL-ratio per individuele kredietinstelling (op basis van de niet-geconsolideerde gegevens) blijkt dat – gemiddeld beschouwd – de NPL-ratio omgekeerd gerelateerd is aan de grootte van de bank. Op basis van geaggregeerde gegevens voor de banken in de verschillende groepen (groot/middelgroot/klein)⁽¹⁾ varieerde de NPL-ratio in 2015K2 van 2,5% voor de grote banken tot 3,8% voor de middelgrote en 7,2% voor de kleine banken. Algemeen beschouwd, is het kredietrisico voor de kleine banken sinds 2006 ook het sterkst toegenomen.

De relatief hoge NPL-ratio voor (een aantal) kleine banken kan een aanwijzing zijn dat die banken actief zijn

(1) De banken werden ingedeeld op basis van een 'peer group' classificatie die enkele kwantitatieve criteria, zoals het balanstotaal in rekening brengt. Gelet op de sterke variabiliteit van de NPL-ratio tussen de banken, kan de NPL-ratio van een individuele bank sterk verschillen van die welke wordt verkregen op basis van de geaggregeerde cijfers voor de groep. De standaardafwijking van de NPL-ratio van de individuele banken is overigens groter voor de kleine banken dan voor de middelgrote of grote banken.

GRAFIEK 5 GROOTTE VAN DE KREDIETINSTELLING EN ACTIVAKWALITEIT⁽¹⁾
(in %)



Bron: NBB.
(1) NPL-ratio voor de totale kredietportefeuille. Gegevens op sociale basis.

in niches met een groter kredietrisico (bv. meer op het bedrijfsleven of op consumptie gerichte kredieten dan hypothecaire kredieten, of meer risicovolle hypothecaire kredieten). Naast het hogere kredietrisico dekken die banken bovendien, gemiddeld beschouwd, hun risico's minder goed af door voorzieningen te nemen. Dat blijkt uit de 'coverage ratio' die de voorzieningen uitdrukt in procenten van de NPL. Voor de kleine banken bedraagt die ratio amper 25%, tegen 46% en 59% voor, respectievelijk, de middelgrote en grote banken. Sinds 2006 is de dekking voor de kleine banken zelfs nog licht afgenomen. De geringere dekking houdt mogelijk verband met een minder stevige kapitaalpositie, waardoor die banken minder snel geneigd zijn verliezen op hun kredieten te nemen. Sommige auteurs (Salas en Saurina, 2002) wijzen op het belang van de kapitaalpositie, zowel voor de omvang van de NPL als voor de dekking ervan, alsook op een mogelijke 'gambling for resurrection' waarbij banken, bij een toename van hun NPL, het kredietrisico op hun portefeuille nog gaan vergroten (Keeton en Morris, 1987).

Er zij opgemerkt dat de kleine banken een te verwaarlozen marktaandeel hebben. De grote banken maakten eind juni 2015 ongeveer 80% van de kredietmarkt uit, de kleine banken amper 1%. Hoewel de risico's voor de algemene kredietkwaliteit op de Belgische markt dus beperkt zijn, kan een activakwaliteitsbeoordeling evenzeer

aanbeveling verdienen voor de kleine als voor de grote banken.

Uit macroprudentieel oogpunt is het interessant om na te gaan in welke mate het verschil in NPL-ratio of PD toe te schrijven is aan de kenmerken van de kredietportefeuille (bv. DSTI, LTV).

Op basis van de CKP-gegevens (PD) en de PHL-enquête (DSTI, LTV)⁽¹⁾ worden de banken daarom in verschillende percentielen gegroepeerd afhankelijk van hun PD op het hypothecair krediet (eerste percentiel heeft de laagste PD, laatste percentiel de hoogste PD). Vervolgens wordt voor die percentielen (p25, p50, p75) het percentage geïllustreerd van kredieten met een hoge DSTI (> 40%) en LTV (> 80%) over de periode 2006-2013. Voor de DSTI wordt het verwachte verband bevestigd, namelijk dat banken met een lage (hoge) PD op hun hypothecaire kredietportefeuille een relatief laag (hoog) percentage kredieten met een hoge DSTI hebben. Het verband tussen de PD en de LTV is minder duidelijk.

Het belang van deze verbanden mag niet worden onderschat. Het positieve verband tussen de DSTI en de PD

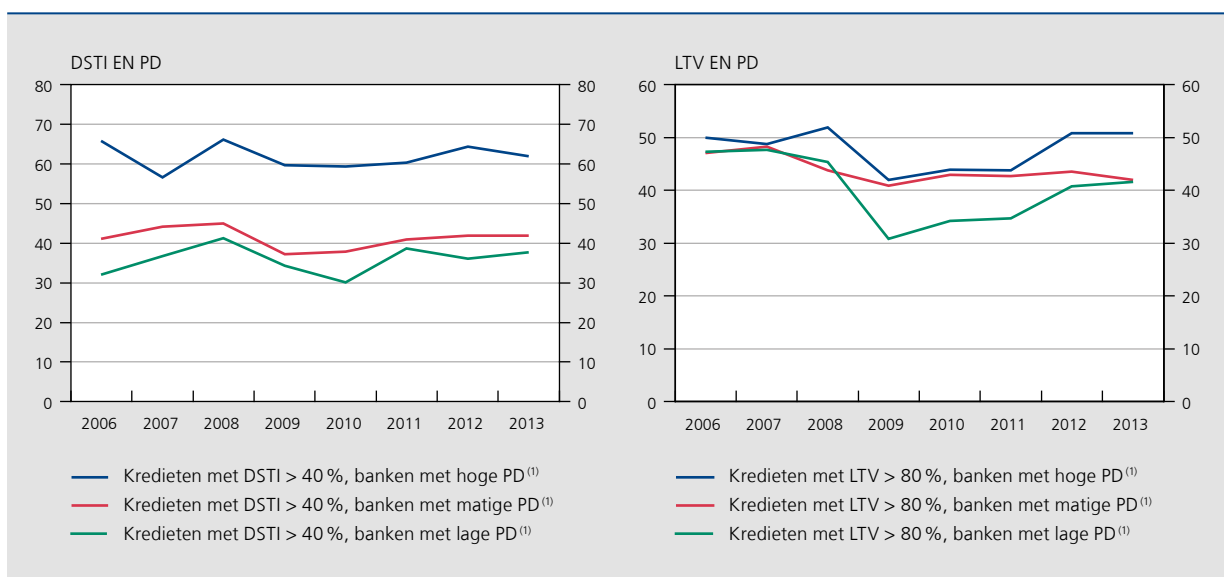
geeft aan dat een betuigeling van de DSTI het kredietrisico (PD) kan beperken en dus de financiële stabiliteit en de veerkracht van de banken kan bevorderen. Het verband tussen de LTV en de PD is minder duidelijk en geeft aan dat de DSTI allicht een efficiënter macroprudentieel instrument is dan de LTV om via een verlaging van de PD de kredietverliezen te beperken⁽²⁾. Mogelijke verklaringen hiervoor zijn wellicht de uiteenlopende waarderingmethoden voor het vastgoed en het feit dat de DSTI een directe maatstaf van de schuldenlast is, wat veel minder het geval is bij de LTV (geen informatie over het inkomen).

Behalve met de structurele variabelen (eigenschappen kredieten, eigenschappen banken) houdt de NPL-ratio (de PD) uiteraard ook verband met de macro-economische omgeving, zoals reeds werd vermeld in hoofdstuk 1. In België is het verloop van de NPL-ratio nauw gecorreleerd met macro-economische indicatoren zoals de reële bbp-groei (-0,57) en de werkloosheid (0,38). De NPL-ratio gedraagt zich anticyclisch: bij een conjunctuurverbetering daalt ze, terwijl ze bij een conjunctuurverslechtering stijgt (zie ook Marcucci en Quagliariello, 2008).

Hoewel op basis van de geaggregeerde NPL-gegevens het verband met de macro-economische omgeving niet nauwkeurig kan worden gemeten (er kan bijvoorbeeld worden van uitgegaan dat de NPL van de huishoudens op een andere manier gevoelig zijn voor de macro-economische omgeving dan die van de ondernemingen), hebben

(1) De gegevens over de DSTI en de LTV zijn hier afkomstig van de PHL-enquête; ze worden gemeten op het ogenblik dat het krediet wordt verstrekt. Met name daardoor kunnen deze gegevens verschillen van die uit de HFCS, die deze waarden voor de Belgische markt meet op een ogenblik (2010) dat dus niet noodzakelijk overeenstemt met dat waarop het krediet is verstrekt.
 (2) Er zij opgemerkt dat de LTV wél via de LGD (wanneer de waarborg wordt geactiveerd) bepalend kan zijn voor het uiteindelijk geleden kredietverlies.

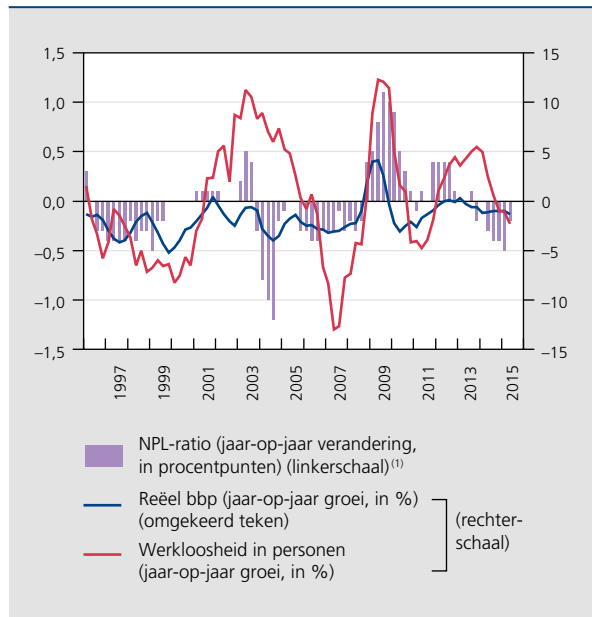
GRAFIEK 6 VERBAND TUSSEN DE DSTI, DE LTV EN DE ACTIVAKWALITEIT (in %)



Bron: NBB.

(1) Op hun hypothecaire kredietportefeuille (CKP-gegevens). Een lage/matige/hoge PD betreft respectievelijk percentiel 25/50/75. Exclusief de banken waarvoor gegevens over de DSTI of LTV voor één of meerdere jaren in de PHL-enquête ontbreken.

GRAFIEK 7 ANTICYCLISCH GEDRAG VAN DE NPL-RATIO
(in %)



Bron : NBB.
(1) Gegevens op sociale basis.

die gegevens – zoals reeds vermeld – wel als voordeel dat ze over een lange periode beschikbaar zijn en dus meerdere cycli omvatten. Hieronder wordt de bijdrage van de macro-economische en structurele variabelen gemeten, zij het voor de PD van de hypothecaire kredieten, die slechts vanaf 2006 beschikbaar zijn en waarvan het verband met de macro-economische omgeving nagenoeg volledig wordt bepaald door de laatste cyclus.

3.2 Econometrische analyse van de probability of default op het hypothecair krediet

Om een algemeen beeld te krijgen van de determinanten van het gerealiseerd (ex post) kredietrisico, wordt in deze paragraaf, econometrisch de significantie nagegaan van, enerzijds, de macro-economische variabelen en, anderzijds, de structurele factoren (i.e. kenmerken van het krediet zoals de DSTI en de LTV; en de kenmerken van de bank, bijvoorbeeld de grootte). Daartoe wordt gefocust op de hypothecaire kredietmarkt, waarvoor zowel

(1) De wanbetalingsgraad van het econometrisch model is gelijk aan de wanbetalingsgraad op maandbasis gedefinieerd als de verhouding tussen de overeenkomsten met een betalingsachterstand na X maanden en de overeenkomsten die tot (X-1) maanden geen betalingsachterstand hadden.
(2) Het Tobit-model beschrijft een verband tussen een afhankelijke variabele die 'gecensureerd' wordt genoemd omdat ze op een of andere manier begrensd is (hier kan de maandelijkse wanbetalingsgraad enkel tussen 0 en 100 % liggen) en onafhankelijke variabelen (de verschillende macro-economische en structurele variabelen).

PD-gegevens als informatie betreffende de structurele factoren beschikbaar zijn.

Er zij aan herinnerd dat het percentage hypothecaire kredietovereenkomsten met een betalingsachterstand in 2007 een hoogtepunt bereikte. Van de 263 250 kredieten die in dat jaar werden verstrekt, had 0,76% binnen de negen maanden een betalingsachterstand. In de daaropvolgende jaren verbeterde de kredietkwaliteit, getuige de lagere wanbetalingsgraad.

Bovendien blijkt dat de wanbetalingsgraad voor hypothecaire kredieten aan particulieren ook van bank tot bank varieert en dat die variabiliteit zelfs groter is dan de verschillen van jaar tot jaar. Terwijl de gemiddelde wanbetalingsgraad in 2013 op 0,46% uitkwam, was de wanbetalingsgraad dat jaar in een kwart van de banken relatief hoog (meer dan 0,33%) en in een ander kwart relatief laag (minder dan 0,04%).

Tot slot zij opgemerkt dat die vaststelling, namelijk een grote variabiliteit van de wanbetalingsgraden tussen de banken in combinatie met een geringere variabiliteit van jaar tot jaar, ook geldt voor de overeenkomsten waarvan de wanbetaling na meer dan negen maanden wordt geregistreerd.

Worden die schommelingen in de wanbetalingsgraad veroorzaakt door veranderingen in de macro-economische omstandigheden? Of speelt hier veeleer het effect van een wijziging in het risicoprofiel van de hypothecaire kredietportefeuilles van de banken? Hieronder wordt getracht die vragen te beantwoorden aan de hand van een econometrisch model dat de verschillen in de maandelijkse wanbetalingsgraden⁽¹⁾ tussen de banken en de variatie door de jaren heen verklaart op basis van twee soorten determinanten die, enerzijds, samenhangen met de macro-economische omgeving en, anderzijds, met structurele/macroprudentiële kenmerken.

Daarbij wordt meer bepaald het volgende Tobit-model⁽²⁾ aangewend:

$$PD_{kt}^i = c + \alpha_i + \gamma_k + \sum_{j=1}^{J_{Macro}} \beta_j * X_{kt}^j(j) + \sum_{j=1}^{J_{Prud}} \beta_j * X_k^i(j)$$

waarbij PD_{kt}^i staat voor de maandelijkse wanbetalingsgraad voor alle overeenkomsten die bank i in het jaar k heeft verleend en die t maanden later een betalingsachterstand vertonen, $X_{kt}^j(j)$ gelijk is aan de j^e macro-economische variabele ($j = 1, \dots, J_{Macro}$), $X_k^i(j)$ overeenstemt met de j^e macroprudentiële variabele ($j = 1, \dots, J_{Prud}$), α_i een vast effect voorstelt dat verband houdt met de verstreken looptijd van het krediet op het ogenblik van de wanbetaling en γ_k staat voor een vast effect dat samenhangt met het

TABEL 2 WANBETALINGSGRAAD VAN DE HYPOTHECAIRE KREDIETEN AAN PARTICULIEREN

Nieuwe overeenkomsten		... waarvoor een eerste wanbetaling werd geregistreerd ...		
Jaar	Aantal nieuwe overeenkomsten voor hypothecair krediet aan particulieren	... binnen de negen maanden		
		Aandeel	1ste kwartiel	3de kwartiel
		(in %)		
2006	317 438	0,54	0,08	0,70
2007	263 250	0,76	0,18	0,59
2008	258 902	0,67	0,14	0,71
2009	290 421	0,49	0,14	0,48
2010	350 397	0,38	0,09	0,39
2011	402 271	0,28	0,04	0,34
2012	321 261	0,46	0,05	0,63
2013	294 785	0,46	0,04	0,33

Bron: NBB (Centrale voor kredieten aan particulieren).

jaar waarin het krediet werd verleend. De coëfficiënten β_j meten de gevoeligheid van de wanbetalingsgraad voor een verandering met 1 procentpunt van een verklarende variabele, waarbij er wordt van uitgegaan dat de overige variabelen ongewijzigd blijven op hun gemiddeld niveau.

In de analyse wordt meer bepaald rekening gehouden met de volgende macro-economische omstandigheden, op het ogenblik dat het krediet een betalingsachterstand had⁽¹⁾:

- de centrale beleidsrente: een stijging van de centrale beleidsrente zal doorwerken in de hypothecaire rente van de kredieten met een variabele rente. De kredietnemers die een lening met een variabele rente aangaan, zullen een hogere schuldenlast moeten dragen, wat de kans op wanbetaling vergroot. Tussen de beleidsrente en de wanbetalingsgraad bestaat dus naar verwachting een positief verband;
- de werkloosheidsgraad: een stijging van de werkloosheidsgraad vergroot de kans dat de kredietnemer zijn baan verliest en zijn lening moeilijk kan aflossen. Ook het verband tussen de werkloosheid en de wanbetalingsgraad wordt dus als positief bestempeld;
- de woningprijzen: een stijging van de woningprijzen vergroot de kans dat de kredietnemer zijn lening tegen

betere voorwaarden kan herfinancieren en verkleint dus het risico van wanbetaling. Het verband tussen de vastgoedprijzen en de wanbetalingsgraad is dus wellicht negatief.

De beschouwde macroprudentiële variabelen meten bepaalde kenmerken van de hypothecaire kredietportefeuille van de banken op het ogenblik dat het krediet werd verleend. De gegevens hebben betrekking op de jaren 2006-2013 en zijn afkomstig van de PHL-enquête in het kader waarvan tijdens die periode vijftien banken werden bevroegd.

Als macroprudentiële determinanten van de wanbetalingsgraad werden de volgende variabelen berekend:

- het deel van de portefeuille hypothecaire kredieten met een debt-service-to-income ratio (DSTI) van meer dan 40 %;
- het deel van de portefeuille hypothecaire kredieten met een loan-to-value ratio (LTV) van meer dan 80 %⁽²⁾;
- het deel van de portefeuille hypothecaire kredieten met een looptijd van meer dan 20 jaar;
- het deel van de portefeuille hypothecaire kredieten met een variabele rente.

Het zijn onder meer deze variabelen die vaak in aanmerking worden genomen in het kader van het macroprudentieel beleid voor de vastgoedsector. Er wordt van uitgegaan dat ze, per bank, een beeld geven van het risicoprofiel van de portefeuille hypothecaire

(1) Er werd ook rekening gehouden met andere variabelen die de macro-economische omstandigheden meten, met name het bbp op het ogenblik van de betalingsachterstand. Om technische redenen (multicolineariteit tussen de variabelen) kan maar een beperkt aantal variabelen tegelijkertijd in het Tobit-model worden opgenomen.

(2) Er werden ook modellen geraamd met macroprudentiële variabelen die berusten op andere drempels, bv. LTV>90% of DSTI>50%. De resultaten blijven geldig.

kredieten op het ogenblik dat de kredieten werden verleend en dat een risicovoller profiel tot hogere wanbetalingsgraden zou leiden.

Behalve die variabelen bevat het model drie andere bancaire variabelen:

- het marktaandeel op de markt van het hypothecair krediet: a priori kan het te verwachten verband tussen het marktaandeel en de wanbetalingsgraad positief of negatief zijn. Een negatief verband zou betekenen dat

een bank met een gering aandeel op de markt van het hypothecair krediet eerder hogere wanbetalingsgraden zal hebben, mogelijk omdat ze zich op een risicovollere niche van de vastgoedmarkt toespitst;

- de groei van de portefeuille hypothecaire kredieten ten opzichte van de gemiddelde groei van die portefeuille voor de banksector: het effect op de wanbetalingsgraad is positief indien de verruiming van het marktaandeel van een bepaalde bank aanleiding geeft tot een grotere kredietverlening aan meer risicovolle kredietnemers;
- de gemiddelde rente op de portefeuille hypothecaire kredieten: die rente is een gewogen gemiddelde van de rentetarieven die op de verschillende hypothecaire kredietovereenkomsten van toepassing zijn⁽¹⁾. De gewichten betreffen de aandelen in de kredietportefeuille

(1) De gegevens over de rentetarieven zijn afkomstig van de MIR-enquête. Het gaat om gewogen gemiddelden van de rentetarieven die de Belgische kredietinstellingen toepassen op hun nieuwe hypothecaire leningen: overeenkomsten met een initiële rentevaste periode van (1) minder dan 1 jaar, (2) meer dan 1 jaar en minder dan 5 jaar, (3) meer dan 5 jaar en minder dan 10 jaar, en (4) meer dan 10 jaar.

TABEL 3 MACRO-ECONOMISCHE EN BANCAIRE DETERMINANTEN VAN DE WANBETALINGSGRAAD VAN DE HYPOTHECAIRE KREDIETEN AAN PARTICULIEREN⁽¹⁾

	Coëfficiënt (standaardafwijking (βj))	Standaardafwijking van de determinanten (in %)	Impact op de wanbetalingsgraad (in procentpunten)
Macro-economische determinanten op het ogenblik van de wanbetaling:			
Centrale beleidsrente	0,006943 *** (0,002317)	0,9	0,006
Groei van de woningprijzen	-0,003176 ** (0,001477)	3,0	-0,010
Werkloosheidsgraad	0,002994 (0,003068)	0,5	0,002
Bancaire determinanten tijdens het jaar waarin het krediet werd verleend:			
Gemiddelde rente	0,075311 *** (0,009698)	0,5	0,041
Deel van de portefeuille met looptijd > 20 jaar	0,003037 *** (0,000247)	10,4	0,032
Deel van de portefeuille met DSTI > 40 %	0,000453 *** (0,000103)	19,2	0,025
Marktaandeel (op de markt van het hypothecair krediet)	-0,001458 *** (0,000188)	7,8	-0,011
Deel van de portefeuille met LTV > 80 %	0,000381 *** (0,000153)	9,3	0,009
Deel van de portefeuille met een variabele rente	0,000770 *** (0,000067)	32,1	0,004
Groei van de hypothecaire kredietverlening t.o.v. het gemiddelde van de banksector	0,000074 * (0,000043)	32,3	0,002
Afhankelijke variabele:			
Wanbetalingsgraad op maandbasis (gemiddelde, in %)	0,0628		
Log-waarschijnlijkheid	11 364		
Aantal waarnemingen	2 100		

Bron: NBB.

(1) De parameters van het Tobit-model werden geraamd aan de hand van de maximale waarschijnlijkheid op een staal betreffende de periode 2006-2013 voor 15 banken en 72 maanden (verstreken looptijd op het ogenblik van de wanbetaling). (***), (**), (*) geven de significantie van de coëfficiënten aan bij een drempelwaarde van respectievelijk 1%, 5% en 10%. De laatste kolom bevat het product van de coëfficiënten (βj) en de standaardafwijkingen van de overeenstemmende determinanten.

en zijn specifiek voor elke bank. De gemiddelde rente die aldus tot stand komt, hangt zowel af van de structuur van de portefeuille van elke bank als van de rentestructuur volgens looptijd. Het effect op de wanbetalingsgraden zal positief zijn indien deze variabele een risicopremie weerspiegelt.

De raming van dit econometrisch model, waarvan de resultaten in tabel 3 worden voorgesteld, leidt tot drie soorten bevindingen.

Ten eerste wordt de variatie in de wanbetalingsgraden verklaard zowel door de macro-economische omstandigheden op het ogenblik van de betalingsachterstand als door de kenmerken van de hypothecaire kredietportefeuille van de banken op het ogenblik dat het krediet werd verleend.

Om het economisch belang van die verschillende variabelen te ramen, wordt in de laatste kolom van de tabel de geraamde coëfficiënt vermenigvuldigd met een standaardverandering (ten belope van een standaardafwijking) van de variabele. De belangrijkste macro-economische factoren zijn blijkbaar de centrale beleidsrente en de woningprijzen. Een vertraging van de groei op jaarbasis van de woningprijzen ten belope van een standaardafwijking gelijk aan 3 % heeft de zwaarste relatieve impact, namelijk een toename van de door het model voorspelde wanbetalingsgraad met 0,01 procentpunt. Een stijging van de centrale beleidsrente ten belope van een standaardafwijking gelijk aan 0,9 % verhoogt de maandelijkse wanbetalingsgraad met 0,006 procentpunt.

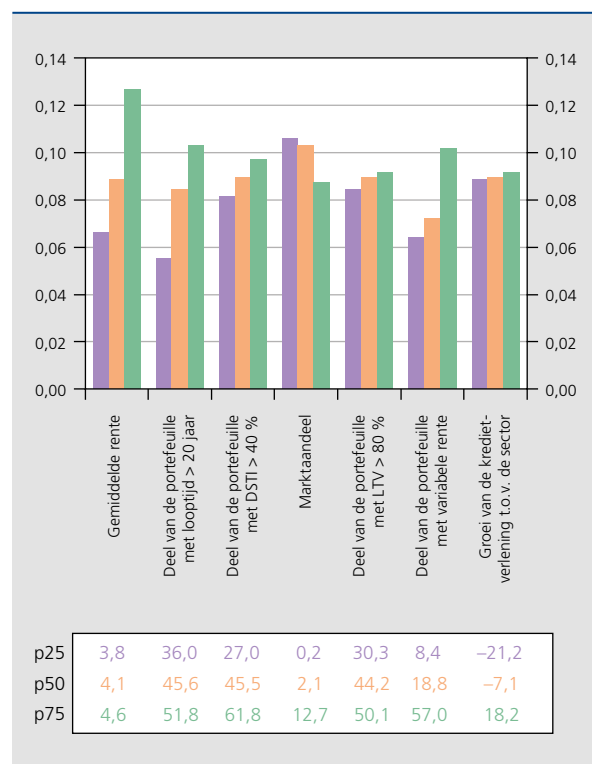
Van de bancaire determinanten is de gemiddelde rente kennelijk de variabele die de wanbetalingsgraden het best helpt verklaren. Van twee banken met voor het overige eenzelfde risicoprofiel, zal de bank die meer kredieten tegen een hoge rente in haar portefeuille heeft, wellicht een hogere wanbetalingsgraad hebben.

Twee andere bancaire kenmerken die een grote relatieve impact hebben op de wanbetalingsgraden zijn, enerzijds, het aandeel van de portefeuille hypothecaire kredieten met een looptijd van meer dan 20 jaar en, anderzijds, het aandeel met een debt-service-to-income ratio van meer dan 40 %. Er zij opgemerkt dat de wanbetalingsgraad minder elastisch is tegenover het aandeel van de portefeuille hypothecaire kredieten met een loan-to-value ratio van meer dan 80 % dan tegenover het aandeel van de portefeuille met een debt-service-to-income ratio van meer dan 40 %, wat de verbanden bevestigt die in grafiek 6 (paragraaf 3.1) zijn weergegeven.

Eveneens in overeenstemming met wat uit paragraaf 3.1 blijkt, is dat het marktaandeel van de bank een negatief effect heeft op de wanbetalingsgraad. Dit betekent dat hoe kleiner de bank is op de markt van het hypothecair krediet, hoe hoger haar wanbetalingsgraad zal zijn. Voorts zijn de coëfficiënten die verband houden met de twee resterende kenmerken (het aandeel van de portefeuille met een variabele rente en de groei van de hypothecaire kredietportefeuille ten opzichte van het gemiddelde van de banksector) weliswaar significant, maar toch minder belangrijk.

De tweede bevinding van deze analyse heeft betrekking op de verschillen in wanbetalingsgraden tussen banken. Om na te gaan welke kenmerken van de portefeuilles van de banken het best de verschillen in wanbetalingsgraden tussen banken helpen verklaren, moeten twee factoren in aanmerking worden genomen: de gevoeligheid van de wanbetalingsgraad voor de beschouwde variabelen (zie voorgaande tabel) en de vastgestelde heterogeniteit van die variabelen tussen banken (tabel in grafiek 8).

GRAFIEK 8 WANBETALINGSGRAAD OP GROND VAN DE KENMERKEN VAN DE BANKEN⁽¹⁾
(in %)



Bron: NBB.

(1) De wanbetalingsgraden op maandbasis werden berekend voor het jaar 2013, voor in 2010 verleende kredieten. Er wordt verondersteld dat alle bancaire kenmerken, met uitzondering van het beschouwde kenmerk, dezelfde waarde hebben voor de verschillende banken. De macro-economische variabelen zijn gelijk aan hun gemiddelde voor de periode 2006-2013.

De heterogeniteit van de variabelen tussen banken kan worden gemeten aan de hand van het verschil tussen het derde kwartiel (vermeld in de regel 'p75') en het eerste kwartiel (regel 'p25') van de verdeling van elk van de variabelen.

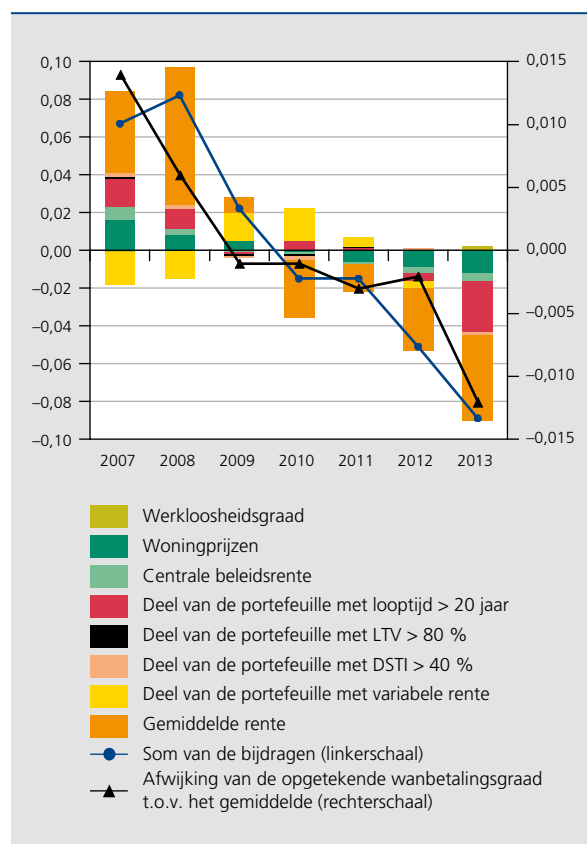
Op het eerste gezicht lijkt de gemiddelde rente de variabele te zijn die de variabiliteit van de wanbetalingsgraden tussen banken het best verklaart. Dat komt vooral door de gevoeligheid van de wanbetalingsgraden voor die variabele, aangezien de gemiddelde rente niet veel afwijkt van de ene bank tot de andere: het ecart tussen het derde en het eerste kwartiel van de gemiddelde rente bedraagt 0,8 procentpunt.

Het aandeel van de kredietportefeuille met een looptijd van meer dan 20 jaar en dat van de kredieten met een variabele rente zijn twee prudentiële kenmerken die ten grondslag liggen aan de heterogeniteit van de wanbetalingsgraden tussen de banken. Hoewel de wanbetalingsgraad minder gevoelig is voor het deel van de bancaire kredietportefeuille met een variabele rente, blijkt voor deze variabele een sterk uitgesproken heterogeniteit tussen de banken: in een kwart van de banken is het aandeel van de portefeuille met variabele rente kleiner dan 8,4%, terwijl dat aandeel aan de andere kant van de verdeling voor een kwart van de banken meer dan 57% bedraagt. Voor het aandeel van de kredietportefeuille met een looptijd van meer dan 20 jaar zijn de verschillen tussen banken veel kleiner.

De variabiliteit van de wanbetalingsgraden wordt beter verklaard door het niveau van het marktaandeel dan door het verloop van deze variabele. Wat de twee resterende macroprudentiële determinanten betreft, leidt het aandeel van de portefeuille hypothecaire kredieten met een debt-service-to-income ratio van meer dan 40% tot een grotere variabiliteit tussen de banken dan het aandeel met een loan-to-value ratio van meer dan 80%. De heterogeniteit voor de debt-service-to-income ratio is overigens groter dan die voor de loan-to-value ratio.

Een derde conclusie die uit dit model kan worden afgeleid, heeft betrekking op de factoren die het verloop van de wanbetalingsgraden van jaar tot jaar verklaren. Om toe te lichten welke relatieve rol de macro-economische en bancaire variabelen spelen in het verloop van de wanbetalingsgraden, toont grafiek 9 welke bijdragen de determinanten leveren aan de afwijking van de wanbetalingsgraad ten opzichte van zijn gemiddelde tijdens de periode 2006-2013. Die bijdragen worden gedefinieerd als het product van de door het model geraamde coëfficiënten en het ecart van elke variabele ten opzichte van haar gemiddelde over de hele periode.

GRAFIEK 9 AFWIJKING VAN DE WANBETALINGSGRAAD TEN OPZICHTE VAN ZIJN GEMIDDELTE TIJDENS DE PERIODE 2006-2013: BIJDRAGE VAN DE MACRO-ECONOMISCHE EN BANCAIRE VARIABELEN
(in procentpunten)



Bron: NBB.
Toelichting: Het verschil tussen de som van de bijdragen en de afwijking van de opgetekende wanbetalingsgraad ten opzichte van zijn gemiddelde wordt verklaard door de som van de constante van het model, het gemiddelde van de vaste effecten met betrekking tot de verstrekte looptijd en het vaste effect met betrekking tot het jaar. De niet in de grafiek opgenomen verklarende variabelen leveren bijdragen die dicht bij nul liggen.

Tijdens de periode is het verloop van de gemiddelde wanbetalingsgraad grotendeels toe te schrijven aan de schommelingen van zowel de centrale beleidsrente als de gemiddelde hypothecaire rente. Vooral in 2007 en 2008 lieten de wanbetalingsgraden een forse stijging optekenen als gevolg van de grote bijdragen van de rentetarieven. Zodra de financiële crisis had ingezet en de rentetarieven onder het gemiddelde begonnen te zakken, werd de bijdrage van deze laatste negatief.

Voorts blijken twee kenmerken van de bancaire portefeuilles een zeer belangrijke rol te spelen in het verloop van de wanbetalingsgraad. Ten eerste was het aandeel van de portefeuille hypothecaire kredieten met variabele rente tijdens de periode van (relatief) hoge rentetarieven van 2007-2008 kleiner dan gemiddeld; het had derhalve een neerwaarts effect op de wanbetalingsgraad

(als afwijking ten opzichte van het gemiddelde). Zodra de rentetarieven beginnen te dalen, stijgt het aandeel van de kredietportefeuille met variabele rente tot boven zijn gemiddelde en verhoogt het bijgevolg de wanbetalingsgraad. Ten tweede levert het slinkende aandeel van de portefeuille hypothecaire kredieten met een looptijd van meer dan 20 jaar sedert 2012 een negatieve bijdrage tot de wanbetalingsgraad; dat was vooral het geval in 2013. Er zij ook opgemerkt dat de vrijwel gestage groei van de vastgoedprijzen tijdens de periode 2010-2013 er mede voor zorgt dat de door het model voorspelde wanbetalingsgraad onder het gemiddelde daalt. Tot slot zij gewezen op de beperkte rol van de overige macroprudentiële kenmerken, met name van het aandeel van de portefeuille met een loan-to-value ratio van meer dan 80 % en van dat met een debt-service-to-income ratio van meer dan 40 %. Dat komt voornamelijk door de geringe jaar-op-jaar wijzigingen in die variabelen.

4. Implicaties en vooruitzichten

In het laatste hoofdstuk van dit artikel worden de implicaties belicht van de NPL (eventuele terugkoppelingseffecten op de macro-economische omgeving) en wordt het toekomstig verloop ervan ingeschat op basis van een analyse van recente ontwikkelingen in de kredietwaardigheid van de debiteuren.

De wisselwerking tussen de NPL en de macro-economische omgeving kan schematisch worden voorgesteld. De groene pijlen wijzen op de determinanten van de

NPL, waarvan in het vorige hoofdstuk is gebleken dat de NPL zowel door de macro-economische omgeving als door structurele factoren worden beïnvloed. Omgekeerd kunnen de NPL via het kredietaanbod (rode stippellijn) echter ook de macro-economische omgeving beïnvloeden.

NPL kunnen het kredietaanbod wijzigen via drie nauw aan elkaar gerelateerde mechanismen:

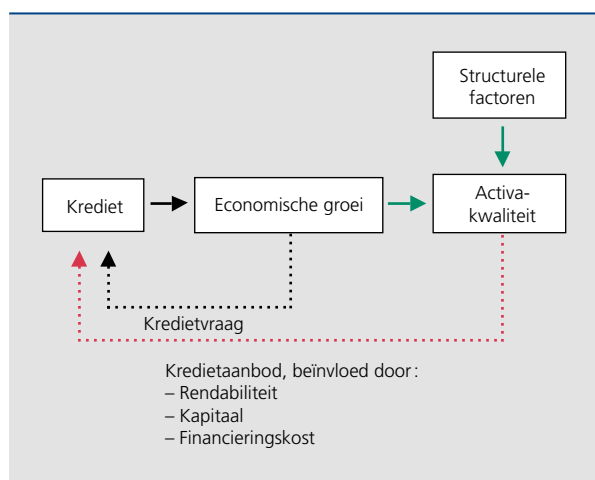
- rendabiliteit: de winstgevendheid van banken lijdt onder een grote hoeveelheid NPL; enerzijds leveren de NPL niet langer het verwachte rendement op en, anderzijds, nopen ze de banken ertoe meer voorzieningen te nemen tegen eventuele verliezen;
- kapitaal: NPL verhogen doorgaans de risicogewogen activa (bv. door een bijstelling van de Internal Ratings-Based (IRB) risicogewichten) en, derhalve, het aan te houden reglementair kapitaal;
- financieringskosten: NPL vergroten de onzekerheid rond de winsten en de kapitalisatie van banken; daardoor leggen de markten de banken een hogere risicopremie op voor hun externe financiering (Kashyap et al., 1994).

Samen kunnen deze drie mechanismen ervoor zorgen dat een groter aantal NPL gepaard gaat met een verkrapping van het kredietaanbod (i.e. hogere rentetarieven en/of geringere kredietvolumes).

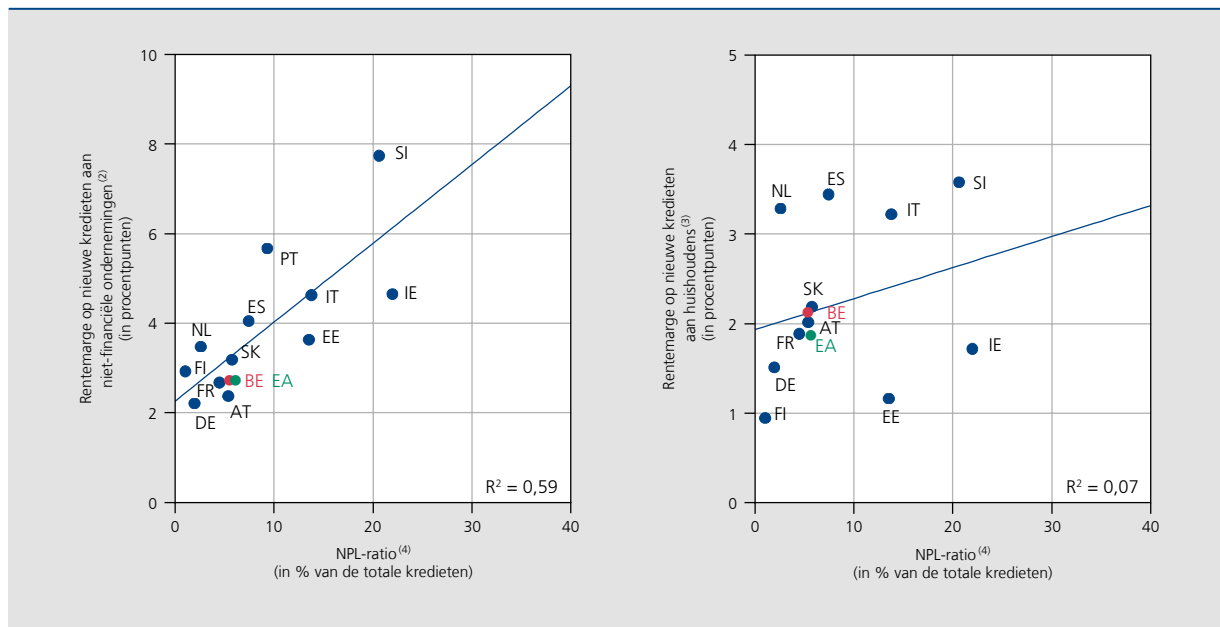
Wordt de NPL-ratio (geconsolideerde gegevens) in de landen van het eurogebied afgezet tegen de rentemarges die de banken aanrekenen op hun nieuwe kredieten aan niet-financiële ondernemingen en huishoudens, dan blijkt inderdaad dat hogere NPL-ratio's vaak gepaard gaan met hogere rentetarieven (marges). Dat is met name het geval voor de rentemarges die worden aangerekend aan niet-financiële ondernemingen; de relatie is veel minder significant in het geval van de rentetarieven aan huishoudens. Het hier gedefinieerde kredietrisico (NPL-ratio) speelt mogelijk een minder belangrijke rol in de prijszetting van de kredieten aan huishoudens, gelet op het groter belang aan waarborgen bij deze kredieten en andere determinanten bij het bepalen van de rentemarge (bv. concurrentieoverwegingen, enz.).

In het geval van de ondernemingen kan worden gesteld dat de NPL mogelijk mede oorzaak zijn van de financiële fragmentatie die sinds de financiële crisis in het eurogebied wordt vastgesteld. België behoort tot de landen met een relatief lage NPL-ratio en relatief lage rentemarges. NPL blijken vooral problematisch in de perifere landen van het eurogebied, niet alleen vanwege het niveau ervan, maar ook omdat zij er kennelijk hand in hand

GRAFIEK 10 WISSELWERKING TUSSEN DE MACRO-ECONOMISCHE BEDRIJVGHEID EN DE ACTIVAKWALITEIT



Bron: NBB.



Bronnen: ECB, NBB.

- (1) Situatie juni 2014, geen gegevens voor Cyprus, Griekenland, Letland, Litouwen, Luxemburg en Malta. In het geval van de huishoudens ook zonder Portugal (te volatiele reeks).
- (2) Rente op nieuwe kredieten van € 1 miljoen of minder met een initiële rentevaste periode van meer dan vijf jaar. Marge ten opzichte van vijfjaars swaprente.
- (3) Rente op nieuwe hypothecaire kredieten met een initiële rentevaste periode van meer dan tien jaar. Marge ten opzichte van tienjaars swaprente.
- (4) Geconsolideerde gegevens.

gaan met een krappere kredietaanbod dat de economische bedrijvigheid drukt⁽¹⁾.

In die landen is het zaak een oplossing te zoeken voor het problematische NPL-niveau. Er kunnen immers parallellen worden getrokken met het verloren decennium in Japan toen de banken er té lang wachtten om hun verliezen te nemen op hun slechte kredieten (zie Boeckx et al., 2015 en Inaba et al., 2005). Door het kapitaalbeslag konden ze ook niet langer op zelfstandige wijze de economie financieren en werden ze bestempeld als ‘zombie-banken’.

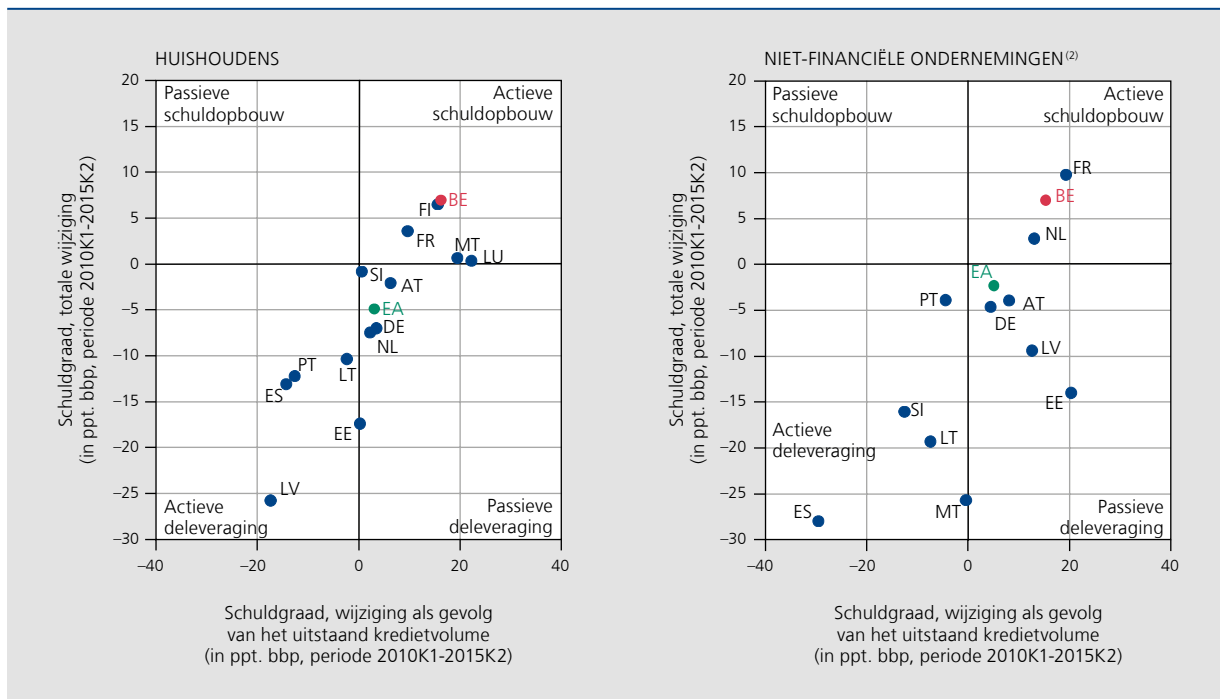
Een betere afwikkeling van de NPL hangt van tal van factoren af (zie IMF, 2015), zoals het prudentieel kader (bv. NPL-definities en (forward-looking) provisies) en het juridisch kader (bv. faillissementswetgeving), een markt voor slechte kredieten, informatie (bv. kredietscores kmo's) en het fiscaal stelsel (bv. fiscaal gunstige regeling voor

provisies). Uit een IMF-enquête bij achttien Europese landen met omvangrijke NPL blijkt dat er in al deze domeinen ruimte is voor verbetering⁽²⁾.

Daarnaast kan ook worden ingezet op een verlaging van de schuldenlast. Een NPL-probleem wijst in wezen immers op een overmatige schuldenlast. In dat opzicht lijkt de situatie binnen het eurogebied ietwat minder zorgwekkend dan onmiddellijk na de crisis. In een aantal landen is de schuldgraad immers teruggelopen (deleveraging) en ook het accommoderend monetair beleid heeft, via lagere rentelasten, de schuldenlast mede getemperd.

Voor het eurogebied als geheel tekent er zich sinds begin 2010 een deleveragingstendens af, waarbij de geconsolideerde brutoschuld van de niet-financiële private sector teruggelopen is van 146 % bbp in 2010 tot ongeveer 140 % bbp medio 2015. Hoewel de deleveraging zeer beperkt blijft in vergelijking met de eraan voorafgaande schuldopbouw impliceert hij wel een trendbreuk ten opzichte van het vorige decennium waarin de schuldgraad constant opliep. De betere balanspositie van de private sector in het eurogebied blijkt ook uit de daling van het niveau van de schulden ten opzichte van dat van de financiële activa.

- (1) Een op een multivariaat model (VAR) gebaseerde causaliteitstest toont voor België aan dat er tussen de NPL en de economische conjunctuur een eenzijdig oorzakelijk verband bestaat. Zo blijkt uit statistische tests dat de twee beschouwde conjunctuurindicatoren (jaar-op-jaar groei van het reële bbp en van de in personen uitgedrukte werkloosheid) een invloed hebben op de twaalfmaands wijzigingen in de NPL-ratio, maar dat de wijzigingen in de NPL-ratio geen impact hebben op de economische conjunctuur. Dit lijkt een erg plausibel resultaat gelet op de relatief lage NPL-ratio in België.
- (2) Zo is de markt voor ‘bad debt’ in Europa relatief onderontwikkeld. Volgens het IMF (2015) had deze markt in Europa eind 2013 een omvang van € 64 miljard t.o.v. \$ 469 miljard in de Verenigde Staten.



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Geen gegevens voor Cyprus, Griekenland, Ierland, Italië, Slowakije. In het geval van de niet-financiële ondernemingen ook zonder Finland en Luxemburg.

(2) Voor België werd de geconsolideerde brutoschuld verminderd met de kredieten verstrekt door de buitenlandse niet-bancaire sector en de sector 'financiële instellingen en kredietverstrekkers binnen concernverband', aangezien het hier voornamelijk intragroepsfinanciering betreft. De gegevens maken het niet mogelijk een soortgelijke correctie te maken voor de andere landen, maar de omvang van dit soort van financiering blijft in de meeste landen beperkt.

In België is de geconsolideerde brutoschuldgraad van de niet-financiële private sector evenwel verder blijven oplopen. Het verschil met het eurogebied wordt daardoor wel kleiner, vooral wat de huishoudens betreft (58,8 % bbb in België, tegen 60,6 % bbb in het eurogebied in 2015K2). De verhouding van de schuld ten opzichte van de financiële activa heeft zich, anders dan in het eurogebied, de laatste kwartalen gestabiliseerd, maar ten opzichte van het eurogebied bevindt ze zich nog steeds op een aanmerkelijk beter niveau.

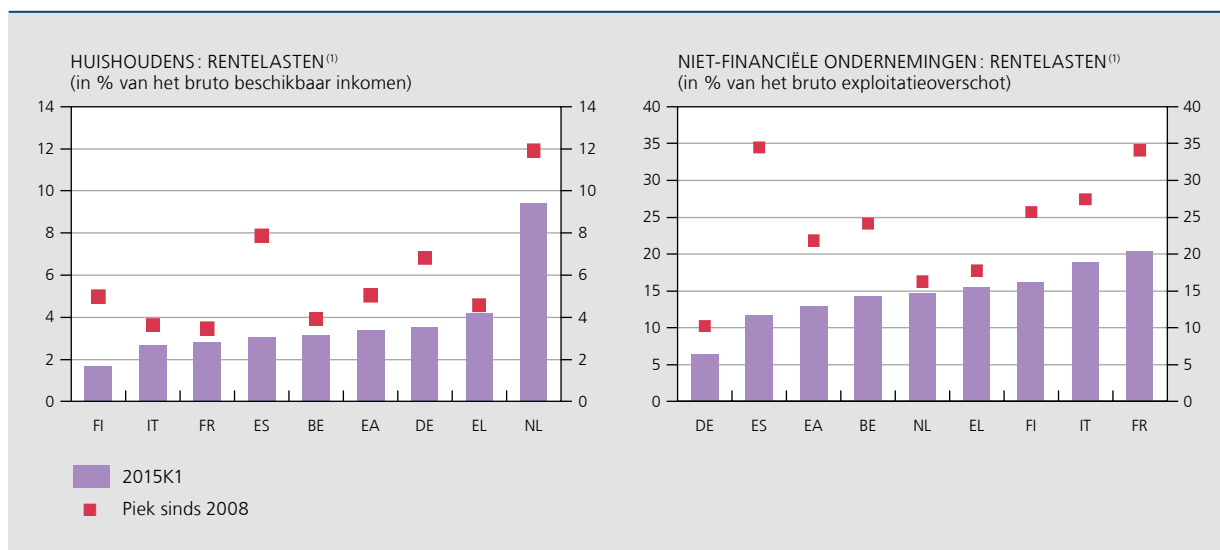
De deleveragingbeweging binnen het eurogebied is dus zeker niet algemeen, maar ze lijkt zich wel voor te doen in de landen met het zwaarste kredietrisico. Wordt de wijziging in de schuldgraad uitgesplitst in een deel dat toe te schrijven is aan de kredietstroom en in een ander deel dat te maken heeft met de verandering van het nominaal bbb, dan blijkt dat het in ongeveer de helft van die landen om een actieve vorm van deleveraging gaat, wat betekent dat

de kredieten in nominale termen werden teruggedrongen; in de andere helft van de landen is er sprake van een passieve deleveraging (daling van de schuldgraad als gevolg van de nominale bbb-groei). België maakt deel uit van de landen waar de schuldgraad sinds 2010 relatief sterk en op actieve wijze is toegenomen, met andere woorden door nieuwe (voornamelijk hypothecaire) kredieten aan te gaan. Deze beweging lijkt vooralsnog evenwel houdbaar, temeer daar ze de NPL niet aanzienlijk heeft doen toenemen.

Naast de daling van de schuldgraad van de niet-financiële private sector in sommige landen, heeft het accommoderend monetair beleid in het eurogebied eveneens bijgedragen tot een verlaging van de schuldenlast. Dat blijkt uit de rentelasten van de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen (i.e. rentebetalingen in procenten van het bruto beschikbaar inkomen voor de huishoudens en in procenten van het bruto-exploitatieoverschot voor de niet-financiële ondernemingen). Die betalingen bereikten eind 2008 een piek, maar vervolgens namen ze in het zog van de sinds oktober 2008 opgetekende successieve renteverlagingen systematisch af⁽¹⁾.

De impact van deze stimulus verschilt evenwel van land tot land en wordt mede bepaald door het

(1) Berekend op basis van de nationale rekeningen. Het betreft de rentelasten inclusief de vergoeding voor de 'indirect gemeten diensten van financiële intermediairs (IGDFI)', dat wil zeggen de werkelijk betaalde rente die, behalve de referentierente die wordt gehanteerd in de nationale rekeningen, ook een rentemarge (IGDFI) omvat. De rentelasten zoals gepubliceerd in de nationale rekeningen omvatten die rentemarge niet (deel van de consumptie van de sectoren die op deze diensten een beroep doen). Slechts een aantal landen (die welke zijn opgenomen in grafiek 13) publiceren ter info de werkelijke rentelasten.



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Volgens de nationale rekeningen van de landen waarvoor deze gegevens beschikbaar zijn. Rentelasten inclusief de vergoeding voor de 'indirect gemeten diensten van financiële intermediairs (IGDFI)', dat wil zeggen de werkelijk betaalde rente die naast de referentierente ook een rentemarge (IGDFI) omvat.

onderliggende verloop van de schulden alsook door de rentevariabiliteit van de uitstaande kredieten. Landen met een sterke deleveraging en waar de kredieten overwegend een variabele rente hebben, zoals Spanje, zagen de rentelasten het sterkst dalen. In België bleef het effect van het monetair beleid op de rentelast van de huishoudens enigszins beperkt, wat kan worden toegeschreven aan de aanhoudende toename van de schuldgraad alsook aan de relatief omvangrijke vastrentende kredieten⁽¹⁾.

Zodoende heeft het monetair beleid, via een verlaging van de rentelasten, de houdbaarheid van de schuldposities mede verbeterd, waardoor allicht kon worden vermeden dat de NPL-ratio's in sommige landen nog sterker gingen oplopen. Het is dus zaak dat de landen in kwestie deze omstandigheden benutten om de 'kwalijke erfenis' (NPL) uit het verleden weg te werken, zodat die de groeivoorzichten niet blijvend dreigt te drukken.

Conclusie

In dit artikel wordt het in België (ex post) gerealiseerd kredietrisico geëvalueerd zoals het wordt gemeten aan de hand van zowel de NPL als de betalingsachterstanden van de huishoudens. Bovendien wordt nagegaan in welke

mate dat risico kan worden verklaard door de macro-economische omgeving en door structurele variabelen, zoals de eigenschappen van de kredieten (bv. LTV, DSTI) en de eigenschappen van de banken (bv. hun grootte). Deze analyse is relevant voor het macroprudentieel beleid dat erop gericht kan zijn via enkele van deze variabelen het kredietrisico te beperken.

De beperkte databeschikbaarheid, zowel wat het kredietrisico als de structurele kenmerken betreft, noopt er evenwel toe te focussen op het hypothecair kredietrisico.

De in België uitstaande hypothecaire schuld vertoont een gemengd risicoprofiel. Algemeen beschouwd, bezitten de huishoudens een groot financieel vermogen, maar blijft hun schuldgraad trendmatig stijgen. Verdelingsaspecten spelen een belangrijke rol. Zo zijn er 'pockets of risk', aangezien tal van Belgische huishoudens met een hypothecaire schuld een groot deel van hun inkomen spenderen aan schuldaflissing (wat overeenkomt met een hoge DSTI). Uit de analyse blijkt dat deze structurele kenmerken van de kredieten indicatief zijn voor het kredietrisico dat banken op hun kredietportefeuille laten optekenen. Zo hebben banken met een relatief hoge NPL-ratio ook relatief veel kredieten met een hoge DSTI in hun portefeuille. Naast het risicoprofiel van de kredieten, blijkt ook de grootte van de banken indicatief voor het kredietrisico. Een analyse van de NPL-ratio per individuele kredietinstelling toont aan dat voor de groep van kleine banken, gemiddeld beschouwd, een hogere NPL-ratio wordt geobserveerd.

(1) Het is evenwel zo dat ook de rentelast van vastrentende kredieten via herfinancieringen kan worden gedrukt, zij het doorgaans met enige vertraging.

Een econometrische analyse bevestigt de verklarende kracht van een aantal van deze structurele factoren voor het kredietrisico in België, en toont ook aan dat dit risico, zij het in wat mindere mate, afhangt van de macro-economische omgeving. In sommige landen waar de NPL-ratio's hoog zijn opgelopen, lijken de NPL bovendien ook een impact te hebben op de economische bedrijvigheid via een verkrapping van het kredietaanbod, in het bijzonder via hogere rentemarges op nieuwe kredieten aan ondernemingen.

In die landen is het zaak een oplossing te zoeken voor het problematische NPL-niveau. Enerzijds kan worden

ingezet op een betere afwikkeling van de probleemkredieten; anderzijds kan preventief te werk worden gegaan rekening houdend met de in dit artikel aangetoonde verbanden. Het is in dat opzicht positief dat enkele van deze landen een daling van de private schuldgraad laten optekenen. Voorts speelt ook het accommoderend monetair beleid een ondersteunende rol via een aanzienlijke daling van de rentelasten. Die landen dienen deze omstandigheden derhalve te benutten en de 'kwalijke erfenis' (NPL) uit het verleden weg te werken, zodat die de groeivoorzichten niet blijvend dreigt te drukken.

Bibliografie

Boeckx J., P. Butzen, N. Cordemans en S. Ide (2015), 'Deflatie in Japan, Abenomics en lessen voor het eurogebied', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 99-123, juni.

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

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

Du Caju Ph., Th. Roelandt, Ch. Van Nieuwenhuyze en M.-D. Zachary (2014), 'De schuldenlast van de huishoudens: verloop en verdeling', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 65-85, september.

EC (2015), *Country Report Belgium 2015 including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, March.

ECB (2005), 'Trends in household debt and non-performing loans in the euro area', *Monthly Bulletin*, box 6, March.

ECB (2014), *Aggregate Report on the Comprehensive Assessment*.

EU (2014), Verordening (EU) Nr. 680/2014 van de Commissie tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen voor wat betreft de rapportage aan de toezichthoudende autoriteit door instellingen overeenkomstig Verordening (EU) nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad.

Ferrari S., P. Van Roy en C. Vespro (2011), 'Stress testing credit risk: Modelling issues', NBB, *Financial Stability Review*, 105-120.

Inaba N., T. Kozu, T. Sekine en T. Nagahata (2005), *Non-performing loans and the real economy: Japan's experience*, BIS Papers 22, April.

IMF (2015), *A strategy for resolving Europe's problem loans*, *Staff Discussion Note*, 15/19, September.

Kashyap A., O. Lamont en J. Stein (1994), 'Credit conditions and the cyclical behavior of inventories', *Quarterly Journal of Economics*, 109 (3), 565-92.

Keeton W. en C. Morris (1987), 'Why do banks' loan losses differ?', Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, 3-21, May.

Marcucci J. en M. Quagliariello (2008), *Credit risk and business cycle over different regimes*, Bank of Italy, Temi di discussione 670.

NBB (2014), *Financial Stability Review*.

NBB (2015), *Financial Stability Review*.

Piette Ch. en M.-D. Zachary (2015), 'Crisisgevoeligheid van de kmo-financiering in België', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 31-46, december.

Salas V. en J. Saurina (2002), 'Credit risk in two institutional regimes: Spanish commercial and savings banks', *Journal of Financial Services Research*, 22 (3), 203-224.

Heeft de reorganisatie van de mondiale productie de vraag naar arbeid fundamenteel gewijzigd ?

J. De Mulder
C. Duprez^(*)

Inleiding

De organisatie van de mondiale productie is de afgelopen decennia zeer sterk veranderd. De technologische vooruitgang heeft de processen van creatie, productie en distributie en zelfs de betrekkingen met klanten ingrijpend gewijzigd. Ze heeft zich op grote schaal verspreid in alle sectoren van de economie en een hoge vlucht genomen via robotisering, digitalisering, informatisering of de ontwikkelingen op het vlak van informatie en communicatie.

In combinatie met de daling van de vervoerskosten hebben deze technologische ontwikkelingen tevens bijgedragen aan de ontsluiting van de productieketens, doordat ze de gegevensoverdracht bevorderen en meer toezichtmogelijkheden bieden. De vervaardiging van een eindproduct berust vandaag op componenten of intermediaire diensten die afkomstig zijn van verschillende sites in soms verafgelegen landen. In deze nieuwe organisatie vervaardigen productie-eenheden niet langer een gereed product voor de consument, maar vormen ze elk een schakel in een vaak complexe en gefragmenteerde productieketen. Als gevolg daarvan hebben de opkomende landen, en dan vooral de Oost-Aziatische, een belangrijkere plaats ingenomen in de mondiale ketens van de marktoutput, in het bijzonder in het industriële segment.

Die veranderingen zijn niet zonder gevolgen gebleven voor de bedrijvigheid en de werkgelegenheid. Ze hadden een weerslag op het verloop van de industrie en van de marktdiensten. Bovendien is de samenstelling van de vraag naar arbeid de afgelopen vijftien jaar sterk veranderd. De vraag naar hooggekwalificeerde banen is toegenomen ten nadele van de middengekwalificeerde functies. De laaggekwalificeerde banen werden in mindere mate getroffen. Gemeten vanuit de invalshoek van de uitgeoefende beroepen, is dus sprake van een polarisatie van de vraag naar arbeid (zie ook Goos *et al.*, 2014, Michaels *et al.*, 2014, Eurofound, 2013).

Dit artikel beschrijft de reorganisatie van de productieketens en de polarisatie van de werkgelegenheid, en onderzoekt het verband tussen beide ontwikkelingen tijdens de afgelopen periode⁽¹⁾. Daarbij worden de lonen en de weerslag van de technologie op laaggeschoolde arbeidskrachten buiten beschouwing gelaten, aangezien deze aspecten vroeger reeds werden bestudeerd (zie o.a. Goux en Maurin, 2000, en Revenga, 1992). Wel worden nieuwe maatstaven van de fragmentatie van de productie gebruikt, die relevant blijken te zijn om de polarisatie van de vraag naar arbeid te verklaren.

Het artikel bestaat uit twee hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk wordt een beeld geschetst van de mondiale productieketens. De grote veranderingen die de organisatie daarvan hebben beïnvloed, worden besproken in paragraaf 1.1. In paragraaf 1.2 wordt nader ingegaan op de ketens van de Belgische marktoutput, aan de hand van een analyse van de bijdragen van de productiefactoren

(*) De auteurs danken L. Dresse, E. Dhyne, Ph. Delhez, M. Nautet, H. Zimmer, H. Godefroid, B. Biatour (FPB) en B. Van den Cruyce (FPB) voor hun bijdrage aan dit artikel.

(1) Voor dit artikel wordt gebruik gemaakt van verschillende gegevensbronnen. De periode waarvoor gegevens beschikbaar zijn, varieert van bron tot bron. De beschouwde periode strekt zich uit van 2000 tot het laatst beschikbare jaar.

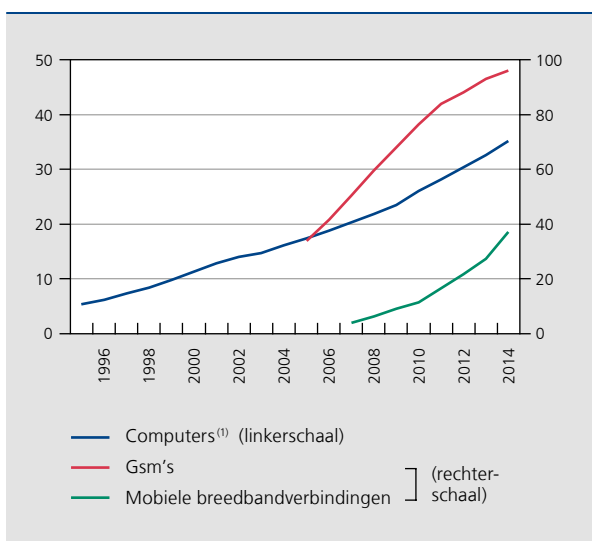
van de grote economische regio's. In het tweede hoofdstuk komt het verloop van de vraag naar arbeid aan bod. Paragraaf 2.1 schetst het werkgelegenheidsverloop in België en in de EU15. Aangezien het scholingsniveau niet de meest aangewezen specificatie is om de vraag naar arbeid te onderzoeken, wordt in paragraaf 2.2 een uitsplitsing gemaakt naar functieniveau. Paragraaf 2.3 belicht de polarisatie van de vraag naar arbeid in België en elders in Europa. In paragraaf 2.4 wordt toelichting verschaft bij de econometrische resultaten van de regressies die een verband leggen tussen de mondialisering, de technologische vooruitgang en de polarisatie van de vraag naar arbeid. Een slotbespreking sluit dit artikel af.

1. Verloop van de productieketens

1.1 Technologische vooruitgang en mondialisering van de productieketens

De geschiedenis van de informatie- en communicatietechnologie (ICT) is een aaneenschakeling van grote omwentelingen, zoals de telegraaf, de telefoon, de televisie of de informatica. Ook de afgelopen vijftien jaar zijn nieuwe ontwikkelingen elkaar blijven opvolgen, zoals de gsm, het internet, de digitalisering, high definition, enz., en deze hebben zich op grote schaal verspreid in de economie, zowel in de marktsector als in de niet-marktsector, wat geleid heeft tot veranderingen

GRAFIEK 1 **VERSPREIDING VAN ICT OP WERELDSCHAAL**
(per 100 inwoners)



Bronnen: IMD, ITU.

(1) Gemiddelde voor een selectie van 44 landen over de hele wereld. Zie het World Competitiveness Center (IMD) voor meer details.

in de organisatie, de productie- en distributiewijzen, de kanalen waarlangs klanten worden bereikt, enz.

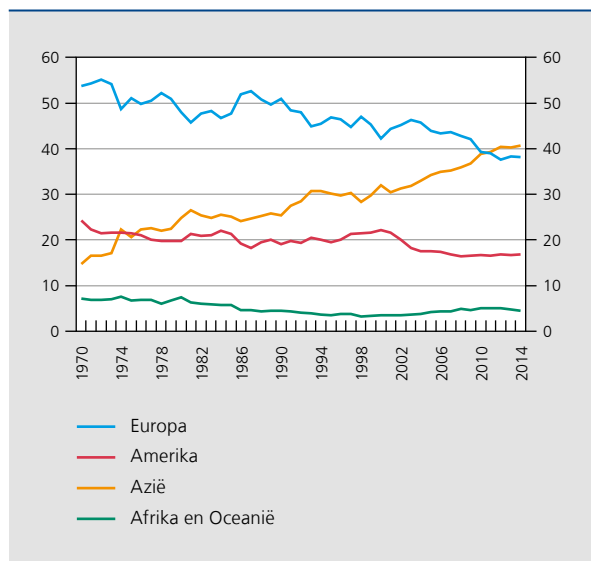
Hoewel de internationaal beschikbare cijfers vaak fragmentarisch zijn, is de ICT-ontwikkeling gepaard gegaan met een toename van de overeenstemmende kapitaalvoorraad. In België is het nettovolume van informatica- en telecommunicatieapparatuur tussen 1995 en 2013 met 133 % gestegen. Ter vergelijking: het immaterieel kapitaal, dat R&D, computerprogrammatuur en overige intellectuele eigendommen omvat, nam in diezelfde periode toe met 102 %, terwijl de stijging slechts 19 % beliep voor de andere productieve activa, onder meer gebouwen (met uitzondering van woningen), bouwwerken, vervoermiddelen en overige machines en apparatuur.

Doordat de revolutie van de informatie- en communicatietechnologie de overdracht van informatie bevordert, is ze tevens een van de elementen die geleid hebben tot de ontsluiting van de productieketens, wat heeft bijgedragen tot de internationale fragmentatie van deze laatste. De totstandbrenging van een eindproduct vergt nu tal van inputs die vaak afkomstig zijn van verschillende ondernemingen in soms verafgelegen landen. Tegen deze achtergrond vervaardigen productie-eenheden niet langer een gereed product voor de consument, maar vormen ze elk een schakel in een gefragmenteerde productieketen. De ondernemingen, en in het bijzonder de multinationals, hebben van deze situatie gebruik gemaakt om delen van de productie onder te brengen in landen met een soepeler fiscale, sociale of milieuwetgeving, waar terzelfder tijd in groten getale betrekkelijk goedkope arbeidskrachten beschikbaar zijn. R. Baldwin vatte het als volgt samen⁽¹⁾: 'ICT made it possible, wage differences made it profitable'.

De ontwikkeling van de ICT was weliswaar niet de enige factor waardoor de opkomende landen, en in het bijzonder de Aziatische economieën, geleidelijk de grootste goederenproducent ter wereld zijn kunnen worden. Dat heeft ook te maken met de beleidskeuze die sommige landen, en met name China, hebben gemaakt om de industrie te ontwikkelen, in het bijzonder de op de uitvoer gerichte branches. Daartoe steunden deze landen op een bijzonder hoge investeringsquote, die sinds 2009 meer dan 40 % bedraagt, terwijl die quote in de landen van de EU15 en de nieuwe EU-lidstaten stabiel is gebleven op ongeveer 20 %. Al met al is het aandeel van Azië in de – overigens voortdurend toenemende – mondiale uitvoer van goederen de afgelopen vijftien jaar met meer dan 10 procentpunt gestegen, tot 40 % in 2012.

(1) Cf. WTO (2013).

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN HET AANDEEL IN DE MONDIALE UITVOER VAN GOEDEREN
(in % van het wereldtotaal)



Bron: UNCTAD.

1.2 De Belgische productieketens

De participatie van de opkomende landen aan de wereldeconomie is groter geworden, en dit vooral dankzij de Oost-Aziatische landen. Uit de Inter-Country Input-Output-gegevens (ICIO)⁽¹⁾ van de OESO blijkt dat het aandeel van de opkomende landen in het mondiaal bbp gestegen is van 23,4 % in 2000 tot 39,6 % in 2011⁽²⁾. Dat cijfer neemt echter per definitie de totale toegevoegde waarde in aanmerking, dus ook die voor de creatie van niet-marktdiensten, die van nature minder onderhevig zijn aan internationalisering. Aan de hand van de mondiale input-output matrices kan de analyse worden toegespitst op de ketens van de creatie van marktgoederen en -diensten, dat wil zeggen op de ketens waarvan het te koop aangeboden gereed product van commerciële aard is⁽³⁾. In die ketens valt de bijdrage van elke bedrijfstak, met inbegrip van de eventuele bijdrage van de niet-marktsector,

(1) Zie www.oeso.org voor meer informatie over deze databank.

(2) De beschikbare gegevens over de mondiale waardeketens (ICIO, WIOD) hebben slechts betrekking op een beperkt aantal landen. In dit artikel, dat grotendeels op die gegevens is gebaseerd, zijn de landen in twee groepen verdeeld. De groep van de 'geavanceerde landen' bestaat uit de landen van de EU15, Noorwegen, Zwitserland, de Verenigde Staten, Canada, Australië, Nieuw-Zeeland, Japan en Zuid-Korea. Alle andere landen, waaronder de groep 'rest van de wereld' in de databanken van de waardeketens, behoren tot de groep van de 'opkomende landen'. Het laatst beschikbare jaar in de ICIO-databank is 2011.

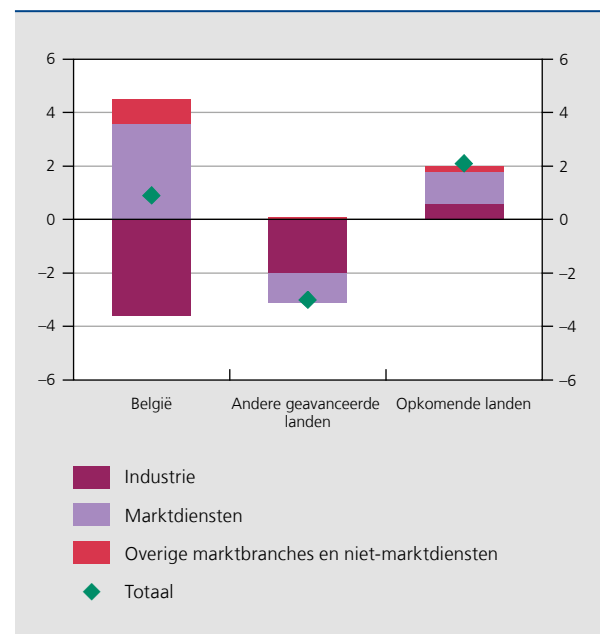
(3) Zie Timmer *et al.* (2014) voor een beschrijving van de berekeningswijze. Bij conventie omvatten de marktbedrijfstakken de landbouw, de industrie, de bouwrijverheid, de handel, het vervoer, het verschaffen van accommodatie en maaltijden, informatie en communicatie, de financiële activiteiten, de exploitatie van en handel in onroerend goed, de vrije beroepen en wetenschappelijke en technische activiteiten, en de administratieve en ondersteunende diensten (secties A tot N van de NACE 2008-nomenclatuur). De niet-marktbedrijfstakken zijn het openbaar bestuur, het onderwijs, de gezondheidszorg en de maatschappelijke dienstverlening, kunst en amusement, en de overige diensten (secties O tot S van NACE 2008).

af te meten aan zijn toegevoegde waarde, onafhankelijk van het productiestadium waarin de componenten of de intermediaire diensten worden geïntegreerd. Als aanvulling op de nationale rekeningen, die het mogelijk maken de totale bijdrage van elke bedrijfstak aan het geheel van de productieketens af te leiden uit de verdeling van de toegevoegde waarde per bedrijfstak, kan aldus met behulp van de mondiale input-output matrices de bijdrage van de bedrijfstakken aan de marktoutputketens worden afgezonderd.

In de mondiale marktoutputketens is het aandeel van de opkomende landen gestegen van 24,9 % in 2000 tot 43,3 % in 2011. In het zog daarvan werd hun marktconsumptie, tegen lopende prijzen, nagenoeg vier maal zo groot, terwijl de stijging voor de geavanceerde landen slechts 60 % bedroeg. Het nieuwe vraagpotentieel in de opkomende landen is een opportuniteit voor alle producerende landen, ook de geavanceerde. Door de uitbreiding van hun productieapparaat zijn de opkomende landen echter ook inzake waarde- en werkgelegenheidscreatie concurrenten geworden van de geavanceerde landen. In België steeg het aandeel van de rechtstreeks uit de opkomende landen ingevoerde finale consumptie van marktproducten van 3,9 % in 2000 tot 4,8 % in 2011.

Bovendien werden in de Belgische productieprocessen meer componenten uit de opkomende landen als inputs

GRAFIEK 3 VERLOOP VAN DE BIJDAGEN AAN DE BELGISCHE MARKTKETENS
(verandering tussen 2000 en 2011, in procentpunt)



Bron: NBB-berekeningen op basis van de ICIO-gegevens (OESO).

gebruikt. Zo is de bijdrage van de opkomende landen, en dan voornamelijk die van China, India en Rusland, in de Belgische markt ketens gestegen van 5,7 % in 2000 tot 7,8 % in 2011. Dat ging niet ten koste van de Belgische componenten, maar van die uit de andere geavanceerde landen. De bijdrage daarvan nam immers af met 3 procentpunt, tot 20,2 % in 2011. In deze groep van landen verloren vooral Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Japan marktaandeel. Overigens wisten de Belgische ondernemingen, die in 2011 72 % van de Belgische marktoutput tot stand brachten, hun bijdrage gedurende de bovenvermelde periode met 0,9 procentpunt te verhogen.

Niet alle grote bedrijfstakken in België gaven hetzelfde verloop te zien. Ter illustratie daarvan kunnen de markt ketens worden onderverdeeld in de ketens van industriële producten en de productieketens van marktdiensten. Ook in elk van deze laatste twee ketens kunnen de bijdragen van de bedrijfstakken worden berekend, met inbegrip van die van de industrie, de marktdiensten en de niet-marktdiensten. De bijdrage van de Belgische industrie is afgenomen, net als die van de industrie van de andere geavanceerde landen, en dit hoofdzakelijk in de ketens van industriële producten. In België ging deze de-industrialisering gepaard met een toenemend gebruik van outsourcing van diensten door industriële bedrijven. Zij deden

voor hun productie een groter beroep op handelsbedrijven of op bedrijven die gespecialiseerd zijn in diensten aan ondernemingen. Ook in de productieketens van marktdiensten vergrootten de Belgische marktdienstenbranches hun bijdrage, zelfs al stond die met bijna 82 % reeds op een hoog niveau.

Het kan in dit stadium interessant zijn om de twee segmenten van de Belgische marktoutput die marktaandeel wonnen beter te kenschetsen, namelijk het Belgische segment en dat van de opkomende landen. In de WIOD-databank⁽¹⁾ is, tot in 2008, een uitsplitsing van de vergoeding naar productiefactor beschikbaar⁽²⁾. De vergoeding van de factor arbeid wordt bovendien uitgesplitst naar scholingsniveau⁽³⁾. Daaruit blijkt dat de vergoeding van laaggeschoolden tussen 2000 en 2008 in relatieve termen is teruggelopen. In het Belgische segment daalt de bijdrage van de laaggeschoolden voornamelijk ten voordele van de hooggeschoolden. In het segment van de opkomende landen trekt ook en vooral het kapitaal profijt van deze daling, hoewel het initieel aandeel daarvan nochtans groter was dan in het Belgische segment.

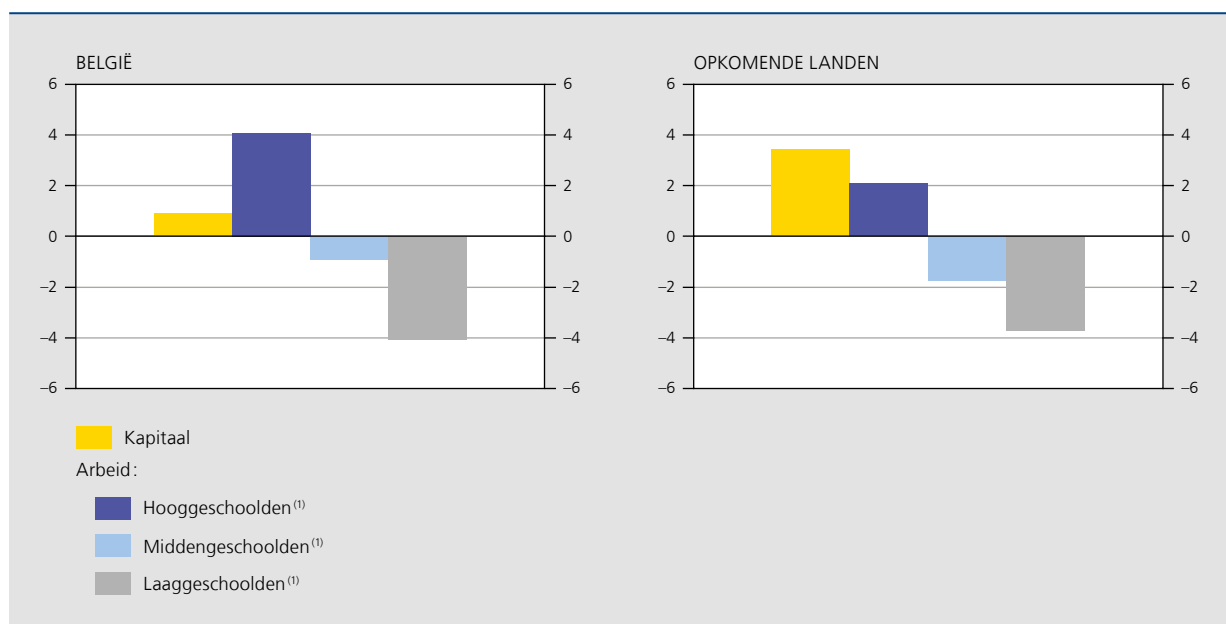
(1) Cf. Timmer *et al.* (2015) voor meer informatie over deze databank.

(2) Cf. Timmer *et al.* (2014) voor een gedetailleerde analyse van deze gegevens.

(3) Zoals verderop zal blijken, zou een uitsplitsing naar functieniveau verkieslijk zijn. Die is evenwel niet beschikbaar in de WIOD-databank. Zie de bijlage voor meer details.

GRAFIEK 4 VERLOOP VAN DE AANDELEN VAN DE PRODUCTIEFACTOREN IN DE RESPECTIEVE BIJDAGEN AAN DE BELGISCHE MARKTKETENS

(verandering tussen 2000 en 2008, in procentpunt)



Bron: NBB-berekeningen op basis van WIOD.

(1) Zie de bijlage voor meer details over de uitsplitsing naar scholingsniveau.

Het marktaandeel van het Belgische industriële segment kromp dus blijkbaar hoofdzakelijk ten voordele van het kapitaal in de opkomende landen. Deze landen zijn immers gespecialiseerd in de eerste schakels van de industriële productie, zoals de extractie, die van nature kapitaalintensief zijn. Aan die vaststelling kunnen twee opmerkingen worden toegevoegd. Ten eerste kunnen demografische of sociaal-economische factoren een rol spelen in het relatief lage aandeel van de lonen in de opkomende landen, en derhalve in het grote aandeel van de vergoeding van de factor kapitaal. Ten tweede kan het kapitaal er voor een deel eigendom zijn van ondernemingen uit geavanceerde landen. De omvang daarvan kan op dit ogenblik evenwel moeilijk worden becijferd, aangezien er geen gegevens over de financiering van de waardeketens beschikbaar zijn.

2. Veranderingen in de vraag naar arbeid

2.1 Werkgelegenheidsverloop sinds 2000

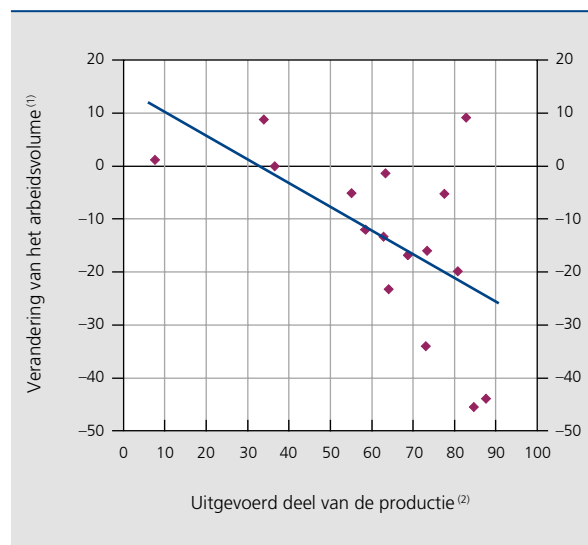
De grote ontwikkelingen in de organisatie van de mondiale productieketens zijn niet zonder gevolgen gebleven voor de werkgelegenheid. Het verlies aan marktaandeel van de Europese industrie ging gepaard met een daling van het industriële arbeidsvolume in alle landen van de EU15, ook al waren de gevolgen zwaarder voor sommige landen (Portugal, Denemarken, het Verenigd Koninkrijk) en geringer voor andere (Luxemburg, Duitsland, Oostenrijk). Ook de nieuwe lidstaten kregen te maken met die geleidelijke de-industrialisering: de bijdrage van de industrie aan de stijging van het totale aantal gewerkte uren beliep er tussen 2000 en 2014 $-2,4$ procentpunt, tegen $-3,7$ procentpunt voor de EU15.

In België kenden de zwaarst getroffen industriële bedrijfstakken een hoge graad van internationalisering. Voor de zestien industriële bedrijfstakken uit de A38-classificatie van de NACE 2008-nomenclatuur is de correlatie tussen het uitgevoerde deel van de productie en het verloop van het arbeidsvolume tussen 2000 en 2012 duidelijk negatief. Die correlatie is daarentegen nul en niet-significant voor de marktdiensten.

Anders dan de industrie, laten de marktdiensten een stijging van het arbeidsvolume optekenen, ook al vloeit die in België gedeeltelijk voort uit de overheidsmaatregelen in verband met de dienstencheques⁽¹⁾. De groei van de werkgelegenheid in de marktdiensten doet zich voor in alle Europese landen. Tussen 2000 en 2014 beliep de bijdrage

GRAFIEK 5 VERANDERING VAN HET ARBEIDSVOLUME EN UITVOER VOOR DE BELGISCHE INDUSTRIE

(elke ruit vertegenwoordigt een van de zestien industriële bedrijfstakken van de A38-classificatie)



Bron: NBB-berekeningen op basis van de EUKLEMS-gegevens en van Dhyne en Duprez (2015).

(1) Tussen 2000 en 2012, in miljoenen uren.

(2) Rechtstreeks of onrechtstreeks (via een andere bedrijfstak) uitgevoerd deel van de productie, gemiddelde over de periode 2002-2012.

van de marktdiensten aan de groei van het arbeidsvolume in de EU15 $4,8$ procentpunt.

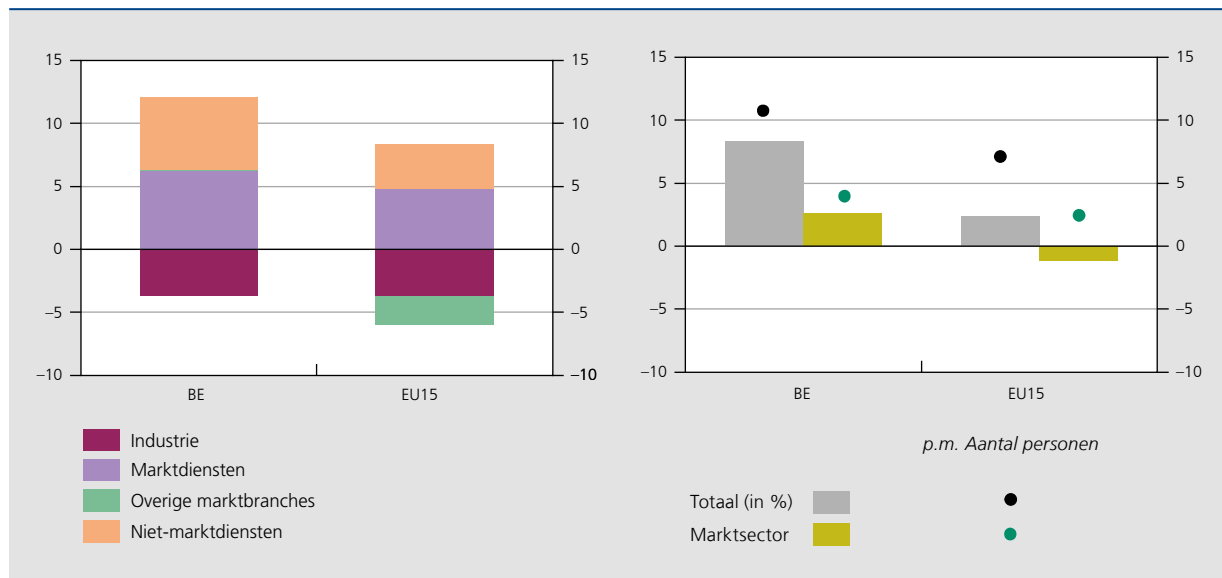
De werkgelegenheid in de overige marktbranches, namelijk de landbouw en de bouwnijverheid, hield stand in België, in tegenstelling tot andere Europese landen, zoals Portugal, Griekenland, Spanje en Ierland. Met name als gevolg van de economische crisis, liet de marktsector in alle Europese landen dan ook een relatief futloze groei optekenen – in de meeste landen zelfs een negatieve groei. Het totale arbeidsvolume ging al met al echter omhoog, dankzij de positieve bijdrage van de niet-marktsector.

De economische bedrijvigheid beïnvloedt de arbeidsmarkt het meest direct via het hierboven beschreven verloop van het arbeidsvolume. Bij gebrek aan gegevens over het aantal gewerkte uren is de analyse in het vervolg van dit hoofdstuk evenwel gebaseerd op de in personen uitgedrukte werkgelegenheid. Het verloop van het aantal werkenden tijdens de periode 2000-2014 is duidelijk positiever dan dat van het arbeidsvolume. In alle Europese lidstaten en in de verschillende bedrijfstakken werd immers, in mindere of meerdere mate, een verkorting van de gemiddelde arbeidsduur per persoon opgetekend. Diverse werktijdregelingen, waaronder deeltijdarbeid, werden in die periode immers op ruimere

(1) Zie Nationale Bank van België (2015).

GRAFIEK 6 VERLOOP VAN HET ARBEIDSVOLUME OVER DE PERIODE 2000-2014

(bijdrage aan de totale verandering, in procentpunt, tenzij anders vermeld)



Bron: EC (nationale rekeningen)

schaal toegepast aangezien ze zowel de werkgevers als de werknemers meer flexibiliteit bieden⁽¹⁾. Het aantal gewerkte uren daalde in de EU15, gemiddeld beschouwd, nog sterker dan in België. Daardoor nam ook in de EU15 het aantal werkenden in de marktsector toe. Het totale aantal werkenden steeg tijdens de bewuste periode met bijna 11% in België en met ongeveer 7% in de EU15.

2.2 Hoe de vraag naar arbeid vatten?

In het vorige hoofdstuk werd de productiefactor arbeid uitgesplitst volgens scholingsniveau, de enige beschikbare specificatie in de WIOD-gegevensbank. Deze uitsplitsing die – zoals wordt verduidelijkt in de bijlage – gebaseerd is op het hoogst behaalde diploma of getuigschrift, is echter geen goede indicator van de vraag naar arbeid. Ze wordt immers sterk beïnvloed door de structuur van het beschikbare arbeidsaanbod (dat is van de beroepsbevolking), waarvan het gemiddelde scholingsniveau de laatste decennia trendmatig is toegenomen. In geval van een ruim arbeidsaanbod kunnen werkgevers tevens de neiging hebben vacatures toe te wijzen aan personen die in feite overgekwalificeerd zijn voor de baan, waardoor lagergeschoolden worden verdrongen. Bovendien verschaft het hoogst behaalde diploma geen informatie over het parcours van de persoon in kwestie sinds zijn/haar

afstuderen, waardoor deze uitsplitsing vooral problematisch is voor personen die reeds enige tijd de schoolbanken hebben verlaten. Deze vertekening kan zowel in opwaartse als in neerwaartse zin gelden. Zo doet iemand tijdens zijn/haar loopbaan ervaring op, die kan maken dat hij/zij meer omvattende taken uitvoert dan wat op basis van het diploma verwacht wordt en, omgekeerd, kan een langere periode van inactiviteit ervoor zorgen dat bepaalde vaardigheden verloren gaan. Tegen de achtergrond van 'langer werken' is het ook mogelijk dat oudere werknemers aan het einde van hun carrière een stap terugzetten en een minder belastende functie opnemen. Al deze factoren kunnen een impact hebben op het aandeel van de diverse scholingsniveaus in de totale werkgelegenheid, waardoor de vraag naar arbeid, waarbij werkgevers voor bepaalde functies mensen met specifieke vaardigheden willen inzetten, door deze uitsplitsing niet correct wordt gevat.

De vraag naar arbeid wordt beter weergegeven door de werkgelegenheid uit te splitsen volgens de aard van de uitgeoefende functie. De concrete functie-inhoud geeft immers precies weer voor welke activiteiten werkgelegenheid wordt gecreëerd. Voorts zijn de verschillende hierboven vermelde effecten die de uitsplitsing volgens scholingsniveau vertekenen, bij een uitsplitsing volgens functieniveau irrelevant. Zoals in de bijlage vermeld, bieden de resultaten van de Enquête naar de arbeidskrachten (EAK) een dergelijke specificatie. Naar analogie met de voor het scholingsniveau vaak gehanteerde groepen

(1) Voor een uitgebreide analyse van het verloop van de arbeidstijd, zie Hoge Raad voor de Werkgelegenheid (2015).

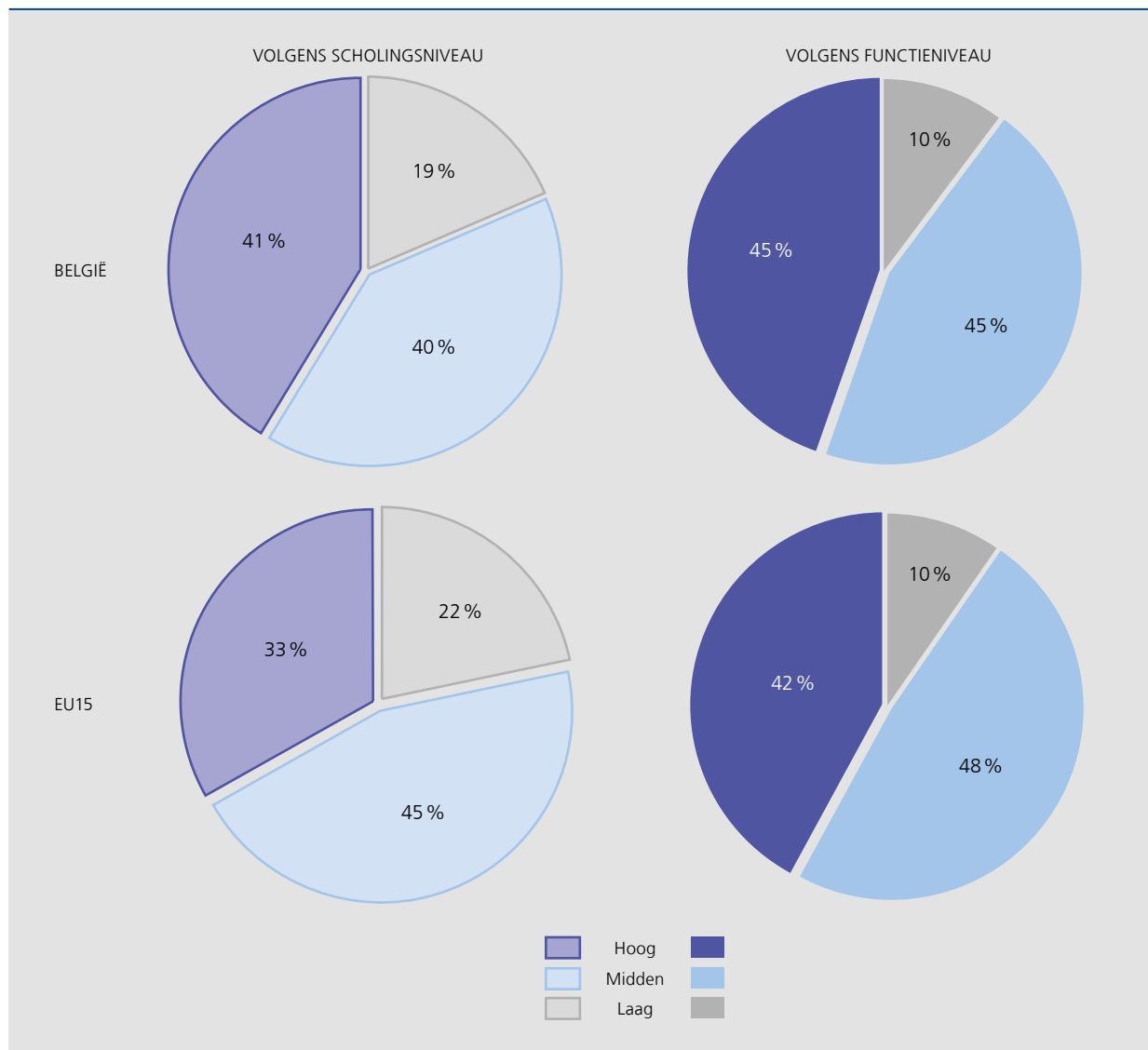
wordt hier ook voor het functieniveau een uitsplitsing in drie groepen gemaakt, namelijk de hoog-, de midden- en de laaggekwalificeerde functies⁽¹⁾. De laaggekwalificeerde functies betreffen de elementaire beroepen zoals schoonmakers, vuilnisophalers, enz. Middengekwalificeerde functies zijn onder meer administratief en dienstverlenend personeel, verkopers, ambachtslieden en bedieners van machines en installaties. De hooggekwalificeerde functies,

ten slotte, betreffen bijvoorbeeld de managers en de intellectuele, wetenschappelijke en artistieke beroepen⁽²⁾.

De uitsplitsing van de werkgelegenheid volgens functieniveau, enerzijds, en volgens scholingsniveau, anderzijds, levert een duidelijk verschillend beeld op. Terwijl de laaggeschoolden in 2013⁽³⁾ zowat 19% van de werkgelegenheid in België uitmaakten, was het aandeel van de laaggekwalificeerde banen – namelijk 10% – aanzienlijk kleiner. Het aandeel van de midden- en hooggekwalificeerde functies (telkens zowat 45%) was daarentegen groter dan dat van de overeenstemmende scholingsgroepen (respectievelijk 40 en 41%). Ook elders in de EU15 worden dergelijke verschuivingen van de respectieve aandelen vastgesteld. Daarbij zij tevens opgemerkt dat het beeld

(1) De definitie van de hierbij gebruikte 'skill levels' wordt uitgebreid beschreven in International Labour Office (2012).
 (2) In de uitsplitsing die in dit artikel wordt gebruikt, wordt de werkgelegenheid bij de strijdkrachten niet in aanmerking genomen omdat ze in de 'ISCO 88'-classificatie niet kon worden uitgesplitst volgens de diverse 'skill levels'. De bijlage bevat een meer gedetailleerde illustratie van de 'ISCO 08'-classificatie op 2-digitniveau.
 (3) Dit is het meest recente jaar waarvoor gedetailleerde microgegevens van de EAK beschikbaar zijn.

GRAFIEK 7 WERKGELEGENHEID IN 2013 VOLGENS SCHOLINGS- EN FUNCTIENIVEAU



Bron: EC (EAK).

van een gemiddeld beschouwd hogergeschoolde werkgelegenheid in België (in 2013 beschikte 41 % van de werkenden over een diploma hoger onderwijs, tegen 33 % in de EU15) zogoed als volledig verdwijnt wanneer het functieniveau wordt beschouwd. Derhalve is de arbeidsvraag in België – op dit vrij geaggregeerde niveau – sterk vergelijkbaar met die in de andere landen van de EU15.

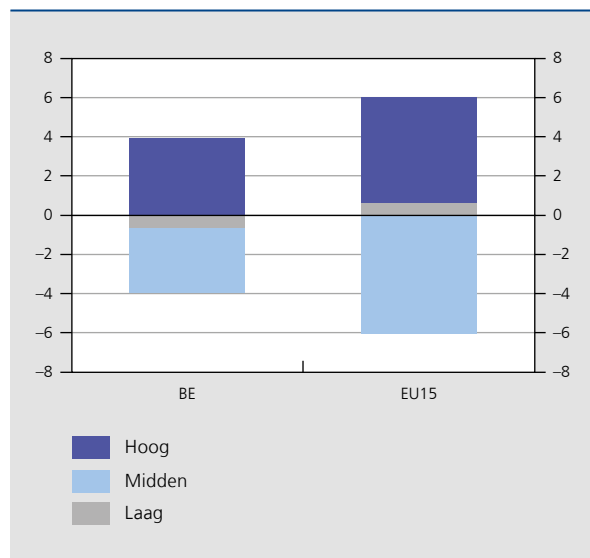
Uit de vergelijking van de scholings- en de functiegegevens blijkt ook dat elders in de EU15 een grotere 'opwaartse mobiliteit' nodig is om te kunnen voldoen aan de vraag naar arbeid. Meer dan in België moeten lagergeschoolden er dus een hogergekwalificeerde functie uitoefenen. Dat blijkt ook effectief het geval te zijn: in de EU zijn verhoudingsgewijs meer middengeschoolden werkzaam in een hooggekwalificeerde functie, en hebben meer laaggeschoolden een midden- of hooggekwalificeerde functie. Uit de geringere nood aan opwaartse mobiliteit mag overigens niet worden geconcludeerd dat er op de Belgische arbeidsmarkt weinig functionele mismatches zouden zijn. Daartoe moet immers een gedetailleerde(r) analyse worden gemaakt van de op de arbeidsmarkt gevraagde en aangeboden vaardigheden⁽¹⁾.

2.3 Polarisatie van de werkgelegenheid

Zoals vermeld in paragraaf 2.1 is het totale aantal arbeidsplaatsen sinds 2000 duidelijk toegenomen. In België nam de werkgelegenheid in de drie beschouwde functieniveaus toe, maar de stijging was niet gelijkmatig verdeeld. De toename was duidelijk het grootst voor de hooggekwalificeerde functies, gevolgd door de laag- en, ten slotte, de middengekwalificeerde beroepen. Ook gemiddeld beschouwd in de EU15 gold die volgorde, maar het aantal middengekwalificeerde functies is er tijdens de bewuste periode zelfs enigszins teruggelopen. Daardoor is het aandeel van de middengekwalificeerde banen in de totale werkgelegenheid in de periode 2000-2013 al met al aanzienlijk verkleind. In België beliep de daling 3,3 procentpunt, maar in de EU15 was ze, met gemiddeld 6,0 procentpunt, nog meer uitgesproken. Daartegenover staat een duidelijke toename van het

- (1) De hier gebruikte vergelijking volstaat daartoe niet, en wel om twee redenen. Om te beginnen, worden – zoals eerder verduidelijkt – de binnen het arbeidsaanbod aanwezige competenties niet correct gevat door het hoogst behaalde scholingsniveau. Bovendien is de gebruikte uitsplitsing, gebaseerd op drie groepen van functies, te sterk geaggregeerd om zinvolle conclusies te kunnen trekken over het belang van functionele mismatches.
- (2) De bevinding van een polarisatie van de werkgelegenheid is overigens niet nieuw. In voorgaande, internationale studies werd het fenomeen vaak beschreven door banen van elkaar te onderscheiden op basis van hun taakinhoud en/of hun loonniveau (zie, onder meer, Goos *et al.*, 2014) en werd het verband gelegd met andere mogelijke verklaringen, zoals 'jobless recoveries' en de 'routine-biased technological change'-theorie (zie verderop in dit artikel). Er werden ook andere criteria gehanteerd om de werkgelegenheid uit te splitsen, zoals het scholingsniveau en de kwaliteit van de baan (bijvoorbeeld in Eurofound, 2013). Bij het gebruik van die criteria werd echter niet altijd een polarisatie vastgesteld.
- (3) Als gevolg van de specifieke ontwikkelingen in de industrie (cf. infra) komt de polarisatie van de werkgelegenheid in België tijdens de periode vóór de crisis niet helemaal tot uiting in de cijfers.

GRAFIEK 8 WERKGELEGENHEIDSVERLOOP VOLGENS FUNCTIENIVEAU TIJDENS DE PERIODE 2000-2013
(aandeel in het totaal, veranderingen in procentpunt)



Bron: EC (EAK).

aandeel van de hooggekwalificeerde functies, met respectievelijk 3,9 en 5,4 procentpunt, en een vrij stabiel aandeel van de laaggekwalificeerde banen. De werkgelegenheid blijkt dus tijdens de beschouwde periode gepolariseerd te zijn⁽²⁾. De polarisatie was in de EU15 nog markanter dan in België.

Die polarisatie blijkt overigens helemaal niet uit de uitsplitsing van de werkgelegenheid volgens scholingsniveau, waar vooral het aandeel van de laaggeschoolden sterk inkrimpt. Dat verloop wordt sterk beïnvloed door de structuur van het arbeidsaanbod, wat bevestigt dat het belangrijk is dat de vraag naar arbeid wordt ingeschat aan de hand van de resultaten volgens functieniveau.

Gemeten aan de hand van die functieniveaus, was de polarisatie ruim verspreid. Zoals blijkt uit tabel 1, was ze reeds een feit in de periode vóór de crisis (de subperiode 2000-2008) en zette ze zich sindsdien (tijdens de subperiode 2008-2013) duidelijk voort, opnieuw zowel in België⁽³⁾ als gemiddeld in de EU15. Het gaat derhalve niet om een crisisgerelateerd fenomeen, maar om een structurele, trendmatige ontwikkeling. Het is tevens interessant na te gaan of de polarisatie van de werkgelegenheid binnen de economie algemeen verspreid is, dan wel of ze (vooral) voorkomt in een aantal bedrijfstakken. Hieruit blijkt dat, hoewel de omvang van de verschuivingen verschillend is, het fenomeen overduidelijk is zowel in de markt- als in de niet-marktsector van zowel België als de EU15. Het blijft dus niet beperkt

TABEL 1 WERKGELEGENHEIDSVOLGLOOP VOLGENS FUNCTIENIVEAU TIJDENS DE PERIODE 2000-2013: UITSPLOTSING NAAR SUBPERIODE EN BEDRIJFSTAK

(aandeel in het totaal, veranderingen in procentpunt)

	België			EU15		
	Laag-gekwalificeerde functies	Midden-gekwalificeerde functies	Hoog-gekwalificeerde functies	Laag-gekwalificeerde functies	Midden-gekwalificeerde functies	Hoog-gekwalificeerde functies
Naar subperiode						
Vóór de crisis (2000-2008)	-1,6	-1,4	3,1	1,1	-4,9	3,8
Sinds de crisis (2008-2013)	1,0	-1,9	0,9	-0,4	-1,1	1,6
Naar bedrijfstak						
Marktsector	-1,0	-2,3	3,3	1,0	-6,3	5,3
Industrie	-12,9	4,3	8,6	0,4	-9,0	8,7
Marktdiensten	4,4	-4,6	0,2	1,6	-3,2	1,6
Overige marktbranches	-0,1	-4,1	4,2	-0,8	-5,6	6,4
Niet-marktdiensten	-0,2	-3,6	3,8	-0,4	-3,0	3,4

Bron: EC (EAK).

tot de meer aan mondialiseringsinvloeden blootgestelde marktsector. In deze laatste is een duidelijke algemene polarisatie merkbaar in de marktdiensten en in de 'overige marktbranches'.

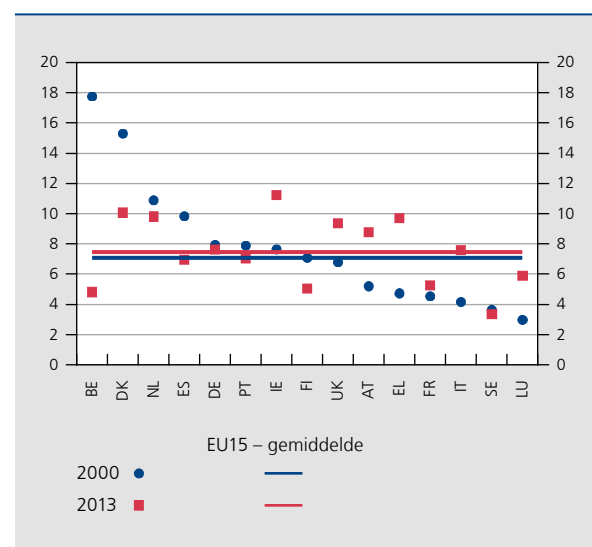
In de Belgische industrie, daarentegen, is er op het eerste gezicht kennelijk geen sprake van een polarisatie; het aandeel van de laaggekwalificeerde banen is er immers opmerkelijk gedaald ten voordele van de hooggekwalificeerde banen, maar toch ook, zij het in mindere mate, van de middengekwalificeerde functies. Dat is echter slechts schijn. Tijdens de beschouwde periode 2000-2013, maar vooral nog vóór de crisis, werd de werkgelegenheidsstructuur van de Belgische industrie immers zeer ingrijpend aangepast: in 2000 bestond nog zowat 18% van de industriële werkgelegenheid uit laaggekwalificeerde banen, waardoor dat aandeel veruit het grootst was van alle landen van de EU15. De sindsdien opgetekende daling viel in België dan ook veel groter uit dan in de andere landen. De tijdens de beschouwde periode ten uitvoer gelegde herstructureringen zorgden er overigens voor dat dit aandeel in 2013 nog op ongeveer 5% uitkwam, waarmee het zelfs, behalve in Zweden, het kleinste was van de EU15. Een beweging van dergelijke omvang domineert alle andere veranderingen van de werkgelegenheidsstructuur. De druk op de middengekwalificeerde functies, die ook in de Belgische industrie heerst, komt daardoor niet tot uiting.

Gemiddeld beschouwd, bleef het aandeel van de laaggekwalificeerde functies in de totale industriële werkgelegenheid in de EU15 tijdens de periode 2000-2013

zogoed als ongewijzigd. De soms aanzienlijke veranderingen die in de verschillende landen werden opgetekend, wogen immers grotendeels tegen elkaar op. De verandering van de werkgelegenheidsstructuur wordt er aldus, anders dan in België, gemiddeld genomen niet beheerst door een dominante correctie, waardoor de polarisatie van de werkgelegenheid er duidelijk naar voren komt.

GRAFIEK 9 LAAGGEKwalificeerde BANEN IN DE INDUSTRIE IN DE EU15

(in % van de totale industriële werkgelegenheid)



Bron: EC (EAK).

Gedetailleerde EAK-gegevens over de uitgeoefende functies⁽¹⁾ geven een concreter beeld van de aard van de functies die door deze verandering van de arbeidsvraag hetzij onder druk staan, hetzij aan belang winnen. Bij de hooggekwalificeerde functies blijkt onder meer een toename van het aantal informaticaspecialisten, ingenieurs en architecten, en accountants en financieel specialisten; dit houdt duidelijk verband met de ontwikkelingen op het gebied van technologie en ICT. Er is tevens een stijging van het verpleegkundig (kader)personeel en de vroedvrouwen, wat algemeen wijst op het toenemend belang van de medische dienstverlening.

Bij de middengekwalificeerde banen blijkt bijvoorbeeld een inkrimping van het administratief personeel en van de medewerkers uit de sectoren drukkerij, textiel en metaalbewerking. Tevens blijkt dat, terwijl het aantal gespecialiseerde secretariaatsmedewerkers (bij de hooggekwalificeerde functies) toeneemt, het omgekeerde geldt voor de (meer uitvoerende en dus middengekwalificeerde) functie van typist. Het gaat derhalve dikwijls om functies die voornamelijk bestaan uit routinematige taken die vrij eenvoudig kunnen worden geautomatiseerd en die ook vaak relatief eenvoudig kunnen worden verplaatst naar het (goedkopere) buitenland. Dit sluit aan bij de 'routine-biased technological change'-theorie (RBTC) als verklaring voor de vastgestelde polarisatie (zie bv. Goos *et al.* 2014).

Bij de laaggekwalificeerde banen valt op dat het aantal huishoudelijke hulpen en schoonmakers stijgt. In België kan dat te maken hebben met de werkgelegenheid die wordt gecreëerd dankzij het stelsel van de dienstcheques, maar ook elders in de EU wordt een toename vastgesteld. Het betreft daarbij banen die logischerwijs moeilijk of niet kunnen worden geautomatiseerd of aan derde landen kunnen worden uitbesteed.

Het algemene beeld van een polariserende werkgelegenheid geldt echter niet voor alle beroepen binnen de drie functieniveaus. Zo loopt het aantal kappers en schoonheidsspecialisten niet terug, dit in tegenstelling tot andere middengekwalificeerde functies. Net als activiteiten zoals huishoudelijke hulp en schoonmaak (laaggekwalificeerde functies) gaat het immers om persoonlijke diensten die een wisselwerking vereisen tussen de dienstverlener en de klant. De vastgestelde polarisatie mag dan ook geen reden zijn om te concluderen dat alle middengekwalificeerde banen bedreigd worden of dat alle laaggekwalificeerde jobs gevrijwaard zijn. Het precieze takenpakket van de diverse beroepen is immers sterk verschillend,

(1) Deze analyse wordt echter gehinderd door de overgang, in 2011, op de nieuwe 'ISCO 08'-nomenclatuur (zie bijlage). De EAK-gegevens zijn immers onvoldoende gedetailleerd om voor alle functies het verloop in de tijd te kunnen nagaan. Daarom worden enkel een aantal opvallende, grote tendensen vermeld die veelal zowel in België als gemiddeld in de EU15 worden opgetekend.

TABEL 2 WERKGELEGENHEIDSVERLOOP TIJDENS DE PERIODE 2000-2013: STERK BEÏNVLOEDE FUNCTIES

Hooggekwalificeerde functies. Toename van, bijvoorbeeld:

Informaticaspecialisten
Ingenieurs, architecten
Verpleegkundig (kader)personeel en vroedvrouwen
Accountants en financieel specialisten
Gespecialiseerde secretaresses

Middengekwalificeerde functies. Afname van, bijvoorbeeld:

Typisten
Administratief personeel
Metaalbewerkers, textielbewerkers
Drukkerijmedewerkers

Laaggekwalificeerde functies. Toename van, bijvoorbeeld:

Huishoudelijke hulpen

Bron: EC (EAK).

waardoor die beroepen in mindere of meerdere mate de invloed van de mondialisering en van de technologische vooruitgang ondergaan.

Terloops zij overigens ook nog opgemerkt dat het beschreven verloop van de arbeidsvraag, met een relatieve verandering van de vraag naar bepaalde beroepen, *ceteris paribus* ongetwijfeld niet neutraal is voor de samenstelling van de werkgelegenheid volgens andere criteria dan de functie-inhoud, bijvoorbeeld volgens geslacht, leeftijd, scholingsniveau en zelfs afkomst. Bepaalde functies worden in de praktijk immers vooral uitgeoefend door personen met een bepaald profiel. Zo zijn er typische 'vrouwenberoepen' en 'jongerenjobs', worden sommige hooggekwalificeerde banen vrijwel uitsluitend ingevuld door hogeschoolden, enz. De uitsplitsing van de werkgelegenheid volgens deze criteria wordt dan ook in zekere mate bepaald door het beschikbare aanbod van arbeidskrachten. Aangezien dit artikel focust op de vraag naar arbeid, valt deze analyse buiten het bestek van het hier beschouwde onderwerp.

2.4 Verbanden tussen de mondialisering, de technologische vooruitgang en de polarisatie

De in een grote meerderheid van de Europese landen vastgestelde polarisatie van de vraag naar arbeid lijkt erop te wijzen dat er krachten op grote schaal werkzaam zijn. Om dit vermoeden te testen en te bepalen of de polarisatie

verband houdt met de mondialisering en de technologische vooruitgang, werd een econometrische analyse uitgevoerd. In vergelijking met voorgaande studies over de polarisatie (zie onder meer Goos *et al.*, 2014, Michaels *et al.*, 2014, en van den Berge en ter Weel, 2015), hebben de hierna toegelichte regressies de originele eigenschap dat ze, naast de traditionele gegevens over uitvoer en invoer, nieuwe indicatoren inzake de mondialisering omvatten, namelijk metingen van de lengte van en de positie binnen de mondiale productieketens.

In concreto werden gegevens op jaarbasis voor de periode 2000-2010 aangewend van een indeling in 10 marktbedrijfstakken voor de 9 landen van de EU15 die beschikbaar zijn in EUKLEMS⁽¹⁾. Het aandeel van de drie functieniveaus in de totale werkgelegenheid van elke marktbedrijfstak⁽²⁾ werd gerelateerd aan de verschillende indicatoren inzake ICT en de mondialisering van de productieketens. Voor ICT werd in de analyse een meting van het verloop van de hoeveelheid hightechkapitaal ingevoegd. Deze variabele, die werd ontleend aan de EUKLEMS-gegevensbank, geeft de ontwikkeling van informatica- en telecommunicatie-apparatuur en software weer. Verscheidene indicatoren inzake de mondialisering werden eveneens in de analyse opgenomen. De door Antras *et al.* (2012) ingegeven metingen van de lengte van productieketens en van de relatieve positie binnen die ketens, die door Dhyne en Duprez (2015) werden voorgesteld en aan de hand van de WIOD-gegevensbank worden berekend, bieden een typering van elke bedrijfstak. De 'lengte van de productieketens' geeft een beeld van het gemiddelde aantal bedrijfstakken die achtereenvolgens betrokken zijn bij de ketens waaraan een branche deelneemt⁽³⁾. Aan de hand van de 'relatieve positie in de ketens' wordt nagegaan of een bedrijfstak veeleer gespecialiseerd is in de aanvangsstadia van de productie (waarde dicht bij 0) of, omgekeerd, in het eindsegment dat het gereed product aflevert (waarde dicht bij 1). Om bovendien rekening te houden met de internationaliseringsgraad van de bedrijfstakken, worden ook de directe in- en uitvoer, uitgedrukt als aandeel van hun totale productie, in aanmerking genomen. Ten slotte wordt in de regressies een vast effect voor elke bedrijfstak van ieder land opgenomen. Die vaste effecten maken het mogelijk de specifieke kenmerken van elke bedrijfstak van ieder land te neutraliseren.

(1) Zie O'Mahony en Timmer (2009) voor een gedetailleerd overzicht van de EUKLEMS-gegevens. De volgende landen zijn erin opgenomen: België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Italië, Nederland, Oostenrijk, Spanje en het Verenigd Koninkrijk. De onderzochte bedrijfstakken zijn: landbouw; winning van delfstoffen; verwerkende nijverheid; productie en distributie van elektriciteit, gas en water; bouwnijverheid; handel; vervoer; hotels en restaurants; vastgoed en zakelijke dienstverlening; financiële activiteiten.

(2) Hoewel ze hier niet worden weergegeven, zijn de resultaten van de regressies vrij vergelijkbaar wanneer de analyse wordt uitgevoerd voor de economie als geheel, dat wil zeggen door er de volgende vier bedrijfstakken aan toe te voegen: overheid; ondervrijheid; gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening en de overige diensten.

(3) Hierbij wordt ook rekening gehouden met het handelsverkeer binnen de bedrijfstakken. In dat opzicht geeft de lengte een gemiddelde weer van het aantal ondernemingen die achtereenvolgens betrokken zijn bij de productieketens.

Het is nuttig erop te wijzen dat aangezien de som van de aandelen van de drie functieniveaus altijd gelijk moet zijn aan honderd, de veranderingen ervan elkaar noodzakelijkerwijs moeten compenseren. Wanneer de regressies bijgevolg werden uitgevoerd voor twee functieniveaus, kunnen automatisch de coëfficiënten van de derde categorie worden berekend. Het aandeel van de laaggekwalificeerde functies werd arbitrair gekozen als restvariabele. Het verloop van dat aandeel is dus tegengesteld aan dat van de som van de veranderingen voor de beide andere functieniveaus.

Hoewel die regressies geen uitsluitel kunnen geven omtrent de causaliteit van de onderlinge verbanden, verschaffen ze aanwijzingen over de complementariteit tussen de reorganisatie van de mondiale productie en de ontwikkeling van de verschillende functieniveaus. Zoals blijkt uit tabel 3, waarin alle resultaten zijn weergegeven, gaat een verlenging van de productieketens gepaard met

TABEL 3 KENMERKEN VAN DE BEDRIJFSTAKKEN EN AANDEEL VAN DE FUNCTIENIVEAUS⁽¹⁾

	Hoog- gekwalifi- ceerde functies	Midden- gekwalifi- ceerde functies	Laag gekwalifi- ceerde functies ⁽²⁾
Lengte van de productieketens	0,030 *** (0,005)	-0,048 *** (0,000)	0,017 ***
Relatieve positie in de productieketens	0,324 ** (0,015)	-0,655 *** (0,000)	0,331 ***
Invoer	-0,127 (0,234)	-0,157 (0,164)	0,284 ***
Uitvoer	0,108 ** (0,009)	-0,096 ** (0,027)	-0,012
Hightechkapitaal	0,019 *** (0,000)	-0,024 *** (0,000)	0,004
Vaste effecten bedrijfstak/land	ja	ja	
Waarnemingen	920	920	
R ²	0,95	0,94	

Bron: NBB-berekeningen op basis van gegevens van de EC (EAK), EUKLEMS en de WIOD.

(1) Coëfficiënten geraamd aan de hand van een SURE-regressie. De p-waarden staan tussen haakjes. *** significant bij een drempelwaarde van 1 %, ** significant bij een drempelwaarde van 5 %, * significant bij een drempelwaarde van 10 %. Elk functieniveau is uitgedrukt als aandeel in het totaal. Aan de hand van de lengte van de productieketens, die in de gegevens tussen 1,9 en 5,6 ligt, wordt het gemiddelde aantal bedrijfstakken gemeten die achtereenvolgens betrokken zijn bij de ketens waaraan de bedrijfstak deelneemt. De relatieve positie geeft weer of een bedrijfstak veeleer gespecialiseerd is in de aanvangsstadia van de productie (dicht bij 0) of in de eindstadia (dicht bij 1). De directe in- en uitvoer worden uitgedrukt als aandeel van de productie. De hoeveelheid hightechkapitaal wordt uitgedrukt als indexcijfer 2005 = 1.

(2) Aangezien de som van de aandelen van de verschillende functieniveaus gelijk is aan 1, is de coëfficiënt van elk functieniveau tegengesteld aan de som van de coëfficiënten van de beide andere niveaus. De significantietest heeft betrekking op de som van de twee overige coëfficiënten.

een stijging van de aandelen van de hoog- en laaggekwalificeerde functies en met een daling van het aandeel van de middengekwalificeerde beroepen. Die driedelige relatie bevestigt het verband tussen de mondialisering en de polarisatie van de vraag naar arbeid. Deze laatste is trouwens sterker wanneer de bedrijfstak dicht bij de eindverbruiker staat. De polarisatie van arbeid gaat dus hand in hand met de fragmentatie van de waardeketens en een positionering in een later stadium van de productie. Bovendien stemt een toename van de invoer overeen met een stijging van het aandeel van de laaggekwalificeerde functies. Evenzo gaan stijgingen van de uitvoer en het hightechkapitaal vergezeld van een toename van het aandeel van de hooggekwalificeerde beroepen, ten koste van de middengekwalificeerde banen. Internationalisering en hightechkapitaal lijken dus complementair te zijn aan de hoog- en de laaggekwalificeerde beroepen, terwijl ze substituten blijken te zijn voor de middengekwalificeerde functies.

Behalve de in aanmerking genomen variabelen kunnen ook andere factoren een rol spelen. Uit een onderzoek van de correlatie tussen de resttermen blijkt dat een schok die het aandeel van een bepaald functieniveau positief beïnvloedt, altijd een negatief effect heeft op elk van de beide andere aandelen. Dat resultaat is niet echt verrassend aangezien het aandeel van een functieniveau enkel kan toenemen ten koste van ten minste een van de beide andere aandelen. Interessant is evenwel dat het negatieve effect groter is voor de middengekwalificeerde beroepen. Technisch gezien konden de resttermen, door gelijktijdige regressies uit te voeren, paarsgewijs worden vergeleken. De correlatie tussen de resttermen van de regressie van de middengekwalificeerde functies en die van de regressies van de hooggekwalificeerde en de laaggekwalificeerde beroepen belooft respectievelijk $-0,85$ en $-0,36$. Ter vergelijking: tussen de hoog- en de laaggekwalificeerde beroepen bedraagt de correlatie van de resttermen slechts $-0,19$. Dit betekent dat naast de in de regressies opgenomen indicatoren inzake ICT en de mondialisering, nog andere variabelen de polarisatie van de vraag naar arbeid lijken te versterken.

Conclusie

De afgelopen decennia is de economie wereldwijd ingrijpend veranderd. De technologische vooruitgang heeft in alle sectoren de processen van creatie, productie en distributie omgegooid en de betrekkingen met de consumenten gewijzigd. Die vooruitgang heeft ook bijgedragen tot de ontsluiting van de productieketens en de groei van de opkomende economieën. Met behulp van een hoge investeringsquote hebben een aantal Aziatische landen hun

plaats verworven in de marktoutput en zijn ze geleidelijk de grootste goederenproducent ter wereld geworden. Deze landen hebben dan ook aan marktaandeel gewonnen in de marktoutputketens van de geavanceerde landen, ook in de Belgische. Deze stijging kwam ten goede aan de vergoeding van het kapitaal in de opkomende landen en, in mindere mate, aan die van de hooggeschoolden, maar niet aan die van de laaggeschoolden.

Ook de arbeidsmarkt in Europa is grondig gewijzigd. Tegen de achtergrond van een krachtige de-industrialiseringstendens en een stijging van het aantal banen in de markt- en de niet-marktdiensten, onderging de vraag naar arbeid fundamentele wijzigingen. Om die te kunnen inschatten, wordt bij voorkeur geen gebruik gemaakt van het scholingsniveau van de arbeidskrachten. Beter geschikt voor een analyse van de arbeidsvraag is een splitsing van de werkgelegenheid volgens functieniveau, die een indicatie geeft van de jobinhoud.

In België en in de rest van de EU15 bleken de middengekwalificeerde functies onder druk te staan, terwijl vooral de hooggekwalificeerde banen in de lift zaten en de vraag naar laaggekwalificeerde beroepen vrij stabiel bleef. Tijdens de periode 2000-2013 verkleinde het aandeel van de middengekwalificeerde functies in België met 3,3 procentpunt; in de EU15 was dat gemiddeld genomen zelfs 6 procentpunt. Het aandeel van de hooggekwalificeerde banen nam daarentegen toe met respectievelijk 3,9 en 5,4 procentpunt. Er is dus sprake van een polarisatie van de vraag naar arbeid. Deze structurele tendens, die reeds vóór de crisis aan de gang was, is ruim verspreid over de verschillende grote bedrijfstakken.

De econometrische analyse in dit artikel toont een verband tussen al deze ontwikkelingen. De polarisatie van de vraag naar arbeid in de marktbranches is immers gepaard gegaan met een fragmentatie van de productieketens en een toename van het hightechkapitaal. Deze ingrijpende veranderingen gingen ten koste van de middengekwalificeerde beroepen, zoals die van typist, administratief medewerker, metaalbewerker, textielbewerker of drukkerijmedewerker. De meest routinematige functies werden het zwaarst getroffen: ze zijn overbodig geworden of behoren tot segmenten van de productie die naar opkomende landen werden verplaatst. Het effect op de laaggekwalificeerde banen was daarentegen geringer, vooral omdat het niet-routinematige functies betreft die interactie tussen de dienstverlener en de klant vergen, zoals banen in de dienstverlening aan huis. De veranderingen wakkerden ook de vraag naar hooggekwalificeerde functies aan, met name jobs die nauw aansluiten bij de informatie- en communicatietechnologie, zoals informatici, ingenieurs, gespecialiseerde secretaresses, enz. Niet alle

beroepen in elke categorie werden weliswaar even hard getroffen; dat hangt af van het precieze takenpakket van de diverse functies. De ontwikkeling van de verschillende banen loopt hierdoor sterk uiteen en dat zal ook in de toekomst ongetwijfeld het geval blijven.

De opkomst van de Oost-Aziatische economieën en de technologische vooruitgang zijn echter absoluut niet de enige determinanten van de vraag naar arbeid. Ook andere factoren kunnen aanleiding geven tot een polarisatie van de werkgelegenheid. Zo spelen de arbeidsmarktinstituties een rol. In dat verband ondersteunen een actief arbeidsmarktbeleid (ALMP) en (para)fiscale maatregelen de laaggekwalificeerde werkgelegenheid; maatregelen zoals de dienstencheques in België zijn daar een treffend voorbeeld van. Tevens kunnen de toegenomen welvaart, de vervrouwelijking van het arbeidsaanbod en de veroudering van de bevolking bijdragen tot een toenemende vraag naar persoonlijke en gezondheidsdiensten. Ook deze ontwikkeling speelt in het voordeel van interactieve en/of niet-routinematige beroepen.

Er zij tot slot opgemerkt dat op basis van de beschikbare gegevens die bij deze analyse zijn gebruikt geen uitspraken kunnen worden gedaan over de weerslag van de recente ontwikkelingen op de vraag naar arbeid. Wel lijkt de fragmentatie van de productieketens sinds 2010 tot stilstand te zijn gekomen (cf. Al-Haschimi *et al.*, 2015, Dhyne en Duprez, 2015). De meest recente gegevens wijzen tevens op een vertraging van de investeringen in de opkomende economieën, in het bijzonder in China. Daarentegen lijkt geen enkel element een vertraging van de technologische vooruitgang aan te geven (cf. OESO, 2015). Bedrijven zullen zich dus moeten blijven aanpassen aan een voortdurend veranderende wereld. De technologische vooruitgang en de mondialisering houden dan wel een grote uitdaging in, toch openen ze eveneens enorme perspectieven op het vlak van economische ontwikkeling en werkgelegenheid, met name voor ondernemingen die hun plaats in de waardecreatieketens ten volle innemen en het vraagpotentieel benutten, ook dat van de opkomende landen.

Bijlage

Statistieken betreffende de werkgelegenheid volgens scholings- en functieniveau

De in dit artikel gebruikte arbeidsmarktgegevens zijn voornamelijk afkomstig van de Enquête naar de arbeidskrachten (EAK). Deze enquête wordt op Europees niveau geharmoniseerd door Eurostat en levert aldus voor de diverse landen onderling vergelijkbare resultaten op. De resultaten ervan kunnen volgens verscheidene criteria worden uitgesplitst. De in dit artikel gebruikte hergroeperingen van variabelen zijn op de Eurostat-website niet steeds voorhanden, waardoor gebruik werd gemaakt van de door Eurostat ter beschikking gestelde microgegevens die momenteel betrekking hebben op de periode tot en met 2013.

De uitsplitsing van de EAK-resultaten volgens **scholingsniveau** gebeurt volgens de ISCED-classificatie (International Standard Classification of Education), die werd opgesteld door de UNESCO. Deze classificatie maakt een internationale vergelijking mogelijk. Sinds 1998 wordt de 'ISCED 97'-classificatie gebruikt. Gewoonlijk wordt in deze – zeer gedetailleerde – classificatie een onderscheid gemaakt tussen drie grote groepen:

- de *laaggeschoolden*, dat zijn de personen die geen getuigschrift hebben behaald van het secundair onderwijs;
- de *middengeschoolden*, dat zijn de personen die een getuigschrift van het secundair hebben behaald maar geen diploma van het hoger onderwijs;
- de *hooggeschoolden*, dat zijn de personen met een diploma van het hoger onderwijs.

De uitsplitsing van de werkgelegenheid volgens **functieniveau** gebeurt op basis van de ISCO-classificatie (International Standard Classification of Occupations), die werd opgesteld door het ILO (International Labour Office). Ook aan de hand van deze classificatie kunnen derhalve internationaal vergelijkbare statistieken worden opgesteld. Tot en met 2010 werd in de EAK de 'ISCO 88'-versie gebruikt; de sinds 2011 gebruikte versie, 'ISCO 08' genaamd, werd zeer grondig aangepast. De conversie tussen de beide versies is enkel mogelijk op een zeer gedetailleerd niveau (nl. op 5-digitniveau), terwijl de betreffende gegevens in de EAK slechts op 3-digitniveau beschikbaar zijn, wat de vergelijkbaarheid in de tijd op detailniveau bemoeilijkt. Naar analogie met de groepen volgens scholingsniveau maakt de in dit artikel meestal gebruikte uitsplitsing echter een onderscheid tussen drie grote groepen, waarvoor het ILO een conversietabel heeft opgesteld, en die derhalve wel door de tijd heen kunnen worden gevolgd.

Hieronder is, ter illustratie, de 'ISCO 08'-classificatie weergegeven op 2-digitniveau (bron: ADS).

De *hooggekwalificeerde functies* ('skill levels' 3 en 4 van het ILO) omvatten:

- 11 Directeurs van grote ondernemingen, hogere kaderleden, leden van wetgevende en uitvoerende macht
- 12 Managers op administratief en commercieel gebied
- 13 Managers op het gebied van productie en gespecialiseerde diensten
- 14 Managers in het hotel en restaurantwezen, in de detail- en groothandel en op het gebied van andere diensten
- 21 Wetenschappers en ingenieurs
- 22 Specialisten op het gebied van de gezondheidszorg
- 23 Onderwijsdeskundigen
- 24 Specialisten op het gebied van bedrijfsbeheer en administratie
- 25 Specialisten op het gebied van informatie- en communicatietechnologie (ICT)
- 26 Juristen, sociaal wetenschappers en scheppende en uitvoerende kunstenaars
- 31 Technici op het gebied van wetenschap en techniek
- 32 Technici op het gebied van de gezondheidszorg
- 33 Ondersteunend personeel op het gebied van bedrijfsbeheer en administratie
- 34 Ondersteunend personeel op juridisch, maatschappelijk en cultureel gebied
- 35 Technici op het gebied van informatie en communicatietechnologie

De *middengekwalificeerde functies* ('skill level' 2) omvatten :

- 41 Administratief medewerkers
- 42 Klantenbedienend personeel
- 43 Administratief personeel in de boekhouding, financiën, loonadministratie en dergelijke en magazijniers
- 44 Ander administratief personeel
- 51 Medewerkers persoonlijke dienstverlening
- 52 Verkopers
- 53 Verzorgend personeel
- 54 Personeel op het gebied van de openbare orde en de veiligheid
- 61 Voor de markt producerende geschoolde landbouwers
- 62 Voor de markt producerende geschoolde bosbouwers, vissers en jagers
- 63 Landbouwers, veetelers, vissers, jagers en verzamelaars, om te voorzien in eigen levensonderhoud
- 71 Bouwarbeiders, met uitzondering van elektriciens
- 72 Metaalarbeiders, machinemonteurs en dergelijke
- 73 Ambachtslieden en drukkerijmedewerkers
- 74 Elektriciens en elektronici
- 75 Ambachtslieden in de voedingsindustrie, de houtbewerking, de kledingindustrie (inclusief stoffering) en andere ambachtslieden
- 81 Bedieners van vaste machines en installaties
- 82 Assembleurs
- 83 Bestuurders van voertuigen en bedieners van mobiele installaties

De *laaggekwalificeerde functies* ('skill level' 1) omvatten :

- 91 Huishoudelijke hulpen en schoonmakers
- 92 Ongeschoolde arbeiders in de land- en bosbouw en de visserij
- 93 Ongeschoolde arbeiders in de mijnbouw, de bouwnijverheid, de civieltechnische werken, de industrie en het transport
- 94 Medewerkers sneldienstrestaurantie
- 95 Straatverkopers en op straat uitgeoefende dienstverlenende beroepen
- 96 Vuilnisophalers en -verwerkers en andere elementaire beroepen

De werkgelegenheid in de strijdkrachten ('groep 0') wordt buiten beschouwing gelaten.

Bibliografie

- Al-Haschimi A, F. Skudelny, E. Vaccarino en J. Wörz (2015), 'The Trade and Demand Nexus: Do Global Value Chains Matter?', published in: J. Amador en F. di Mauro (eds.): *The Age of Global Value Chains – Maps and Policy Issues*, A VoxEU.org eBook, CEPR Press, 9 July.
- 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.
- Dhyne E. en C. Duprez (2015), 'Heeft de crisis het DNA van de Belgische economie gewijzigd?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, 31-43, september.
- Eurofound (2013), *Employment polarisation and job quality in the crisis: European Jobs Monitor 2013*, Dublin, Ireland.
- Goos M., A. Manning en A. Salomons (2014), 'Explaining job polarization: Routine-Biased Technological Change and Offshoring', *American Economic Review*, 104 (8), 2509-2526.
- Goux D. en E. Maurin (2000), 'The decline in demand for unskilled labor: An empirical analysis method and its application to France', *The Review of Economics and Statistics*, 82 (4), 596-607.
- Hoge Raad voor de Werkgelegenheid (2015), *Verslag 2015*, Brussel.
- International Labour Office (2012), *International Standard Classification of Occupations – Structure, group definitions and correspondence tables*, Geneva, Switzerland.
- Michaels G., A. Natraj en J. Van Reenen (2014), 'Has ICT polarized skill demand? Evidence from eleven countries over twenty-five years', *The Review of Economics and Statistics*, 96 (1), 60-77.
- Nationale Bank van België (2015), *Jaarverslag 2014*, Brussel.
- O'Mahony M. en M. Timmer (2009), 'Output, Input and Productivity Measures at the Industry Level: the EU KLEMS Database', *Economic Journal*, 119 (538), 374-403.
- OECD (2015), *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2015: Innovation for growth and society*, October.
- Revena, A. (1992), 'Exporting jobs? The impact of competition on employment and wages in US manufacturing', *Quarterly Journal of Economics*, 107 (1), 255-284.
- Timmer M., A. Erumban, B. Los, R. Stehrer en G. de Vries (2014) 'Slicing up global value chains', *Journal of Economic Perspectives*, 28 (2), 99-118.
- 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*, 23 (3), 575-605.
- van den Berge W. en B. ter Weel (2015), *Baanpolarisatie in Nederland*, CPB Policy Brief, 2015/13.
- WTO (2013), *Global Value Chains in a Changing World*, edited by Deborah K. Elms en Patrick Low.

Communicatie over het monetair beleid in de nasleep van de grote recessie

N. Cordemans^(*)

Inleiding

'Binnen haar mandaat is de ECB bereid alles te doen wat nodig is om de euro te behouden. En geloof me, dat zal voldoende zijn'. Deze korte zinnen, die Mario Draghi, de voorzitter van de ECB, op 26 juli 2012 te Londen uitsprak, betekenden een keerpunt in de overheidsschuldencrisis waardoor het eurogebied sinds begin 2010 werd getroffen. Begin augustus volgde dan de aankondiging van een programma van outright monetaire transacties (OMT's) dat bedoeld was om de twijfels die over de onomkeerbaarheid van de eenheidsmunt waren ontstaan, definitief op te heffen. De maatregel werd sindsdien echter niet geactiveerd, omdat de eind juli 2012 ingezette afname van de spanningen op de financiële markten aanhield en de sindsdien ook afzwakkende overheidsschuldencrisis verder bedaarde.

De effecten van Draghi's uitspraak in Londen illustreren perfect de kracht van woorden in de huidige monetairbeleidsvoering. Momenteel vinden centrale bankiers het zowat overal ter wereld een erezaak hun beweegredenen duidelijk verstaanbaar toe te lichten. Communicatie is verheven tot de rang van monetairbeleidsinstrument en draagt aanzienlijk bij tot de efficiëntie van het monetair beleid. Ze wordt bovendien beschouwd als een democratische verantwoordelijkheid van de centrale bank, die een welomlijnd mandaat heeft gekregen en over een grote onafhankelijkheid beschikt om dat mandaat te vervullen.

Transparantie en openheid inzake monetair beleid dateren niet van gisteren. De afgelopen jaren hebben ze, in de nasleep van de grote recessie, echter een nieuwe impuls gekregen. Tot de markante gebeurtenissen behoren de door

de Federal Reserve en de Bank of Japan aangekondigde kwantitatieve inflatiedoelstellingen en het besluit van de Raad van Bestuur van de ECB om vanaf januari 2015 verslagen (accounts) te publiceren over de beraadslagingen aangaande het monetair beleid. Tegen die achtergrond worden in dit artikel de laatste initiatieven inzake communicatie geschetst die de voornaamste centrale banken van de geavanceerde economieën hebben genomen, met daarbij bijzondere aandacht voor die van het Eurosysteem. In het eerste hoofdstuk wordt een kort overzicht gegeven van de communicatie van de centrale banken en wordt een verklaring gezocht voor de wijze waarop die banken uit de schaduw zijn getreden. In het tweede hoofdstuk worden de recente ontwikkelingen in de Verenigde Staten, Japan, het Verenigd Koninkrijk en, meer in het bijzonder, het eurogebied besproken. In het derde deel, ten slotte, wordt nader ingegaan op een soms verhuld, maar niet minder belangrijk aspect van de communicatie van de centrale banken, namelijk de toegankelijkheid ervan. Het bevat een empirische analyse van het chronologisch verloop van de complexiteit van monetairbeleidsverklaringen. In de conclusie worden de voornaamste bevindingen samengevat en worden terzelfder tijd enkele denksporen aangereikt voor de toekomst.

1. Uit de schaduw

1.1 Geheimhouding, mystiek en ondoorzichtigheid

Gedurende het grootste deel van de twintigste eeuw handhaafden de centrale banken een strikte geheimhouding, waarbij ze hun optreden lieten berusten op een mystiek die

^(*) De auteur dankt Jef Boeckx voor zijn waardevolle opmerkingen en suggesties bij dit artikel.

was ingegeven door een enigszins metafysische benadering van het monetair beleid. Die benadering was gebaseerd op de onder centrale bankiers wijdverspreide gedachte dat de monetairbeleidsvoering bovenal een kunst was, die enkel toegankelijk mocht zijn voor en beoefend worden door een ingewijde elite. De esoterische aard van die kunst hing dan weer samen met de onmogelijkheid om de beginselen ervan expliciet en begrijpelijk te omschrijven (Brunner, 1981, geciteerd door Issing, 2005). In dergelijke omstandigheden werd verwacht dat leken geen onrechtmatig gebruik zouden maken van de voorrechten van ingewijden en zich derhalve niet in het monetaire debat zouden mengen (Federal Reserve, 2004a).

In de praktijk nam de ondoorzichtigheid van de monetairbeleidsvoering doorheen tijd en ruimte verschillende en wisselende vormen aan. Ze kwam met name tot uiting in de afwezigheid van expliciete doelstellingen of een uitdrukkelijke beleidsstrategie, in het feit dat de genomen beslissingen en de verrichte transacties niet bekend werden gemaakt of in het vage, grillige of dubbelzinnige karakter van de verklaringen van de monetaire autoriteiten.

Het toenmalige gezegde van Montagu Norman, van 1921 tot 1944 gouverneur van de Bank of England, is een mooie illustratie van de gedurende lange tijd geldende visie op het monetair beleid: 'never explain, never excuse'. Ook bepaalde latere uitspraken van Alan Greenspan, van 1987 tot 2006 voorzitter van de Federal Reserve van, zijn onthullend. Niet zonder humor beweerde hij in 1987 dat hij, sinds hij aan het hoofd van de Amerikaanse centrale bank stond, geleerd had 'zeer onsamenhangend te mompelen', en een journalist die hem na een conferentie dankte voor zijn heldere uiteenzetting, zou hij snedig hebben geantwoord: '*U moet me slecht begrepen hebben*'.

Naast het feit dat een zekere geheimhoudingscultuur een historische weerspiegeling kon zijn van bevoorrechte relaties met het politieke gezag, van het oorspronkelijke statuut van particuliere bank (Dincer en Eichengreen, 2007) of van het natuurlijke verlangen van een bureaucratie om haar autoriteit en prestige te maximaliseren (Mishkin, 2004), werden ook bepaalde economische argumenten aangevoerd die een ondoorzichtige werking

van het monetair beleid rechtvaardigden. Zo motiveerde het Federal Open Market Committee (FOMC) van de Federal Reserve aan het einde van de jaren zeventig zijn ondoorzichtigheid met het argument dat transparantie⁽¹⁾ bepaalde grote speculanten zou kunnen bevoordelen en derhalve een bron zou zijn van oneerlijke concurrentie; ze dreigde op de markten bovendien ongewenste reacties te veroorzaken, de financieringskosten van de overheid te verhogen, de handen van de monetaire autoriteiten te binden of de volatiliteit van de rentetarieven te verhogen (Goodfriend, 1986)⁽²⁾. Theoretische argumenten ter rechtvaardiging van de geheimzinnigheid waarin de centrale banken zich lang hebben gehuld, werden ook aangevoerd door Cukierman en Meltzer (1986) in een toonaangevend artikel over de theorie van geloofwaardigheid, ambiguïteit en inflatie onder discretionair beleid en asymmetrische informatie. Ze tonen aan dat wanneer de [monetaire] autoriteiten – van wie wordt aangenomen dat hun voorkeur inzake werkgelegenheid en inflatie mettertijd verandert – hun beleid enigszins ambigu voeren, ze in staat zijn de economische bedrijvigheid te stimuleren door de economische subjecten te verrassen. Daardoor zou de optimale transparantie lager liggen dan het technologisch haalbare maximumpeil. Ten slotte werd ondoorzichtigheid ooit voorgesteld als een middel om zich te onttrekken aan een politieke controle die nadelig was voor de inflatiebestrijding (Mishkin, 2004). Die visie steunde op de theorie van de intertemporele inconsistentie van het optimale beleid, die voorstelde de monetairbeleidsvoering weg te houden van de overheid om politieke druk te voorkomen ten gunste van een al te expansieve monetairbeleidskoers die erop gericht is de afweging op korte termijn tussen werkloosheid en inflatie te benutten.

1.2 Transparantie en openheid

Vanaf het midden van de jaren zeventig pasten de centrale banken van de geavanceerde economieën hun communicatiebeleid geleidelijk aan. Langzaam maar zeker maakten geheimhouding en ondoorzichtigheid plaats voor transparantie en openheid, wat gepaard ging met ingrijpende hervormingen van het institutionele kader, een verbeterd inzicht in het monetair beleid en veranderingen in de monetairbeleidsvoering.

Twee belangrijke ontwikkelingen gaven de aanzet tot die trend: de overgang naar zwevende wisselkoersen na de ineenstorting van het Bretton Woods-stelsel in 1973 en de stagflatie in de jaren zeventig. Het einde van het stelsel van vaste wisselkoersen dat gebaseerd was op de koppeling van de Amerikaanse dollar aan het goud, verbrak de bestaande nominale goud-dollar verankering en bood de landen meer flexibiliteit om een onafhankelijk

(1) Uit economisch oogpunt kan transparantie worden gedefinieerd als de afwezigheid van asymmetrische informatie (Geraats, 2013). De transparantie inzake monetair beleid hangt dus nauw samen met de mate waarin de voor de monetairbeleidsvoering relevante informatie openbaar wordt gemaakt.

(2) De argumenten tegen transparantie in de monetairbeleidsvoering van de Federal Reserve zijn in de Amerikaanse gerechtelijke archieven bewaard naar aanleiding van de zaak *Merrill* tegen *FOMC* (1975-1981). In die zaak heeft David Merrill, een student aan de universiteit van Georgetown, het Federal Open Market Committee vervolgd krachtens de wet betreffende de toegang tot informatie (Freedom of Information Act) van 1966, waarbij hij eiste dat het comité de beleidslijnen en de notulen na elke vergadering onmiddellijk bekend zou maken. Na een jarenlange procedure heeft de Amerikaanse justitie het geschil beslecht ten gunste van het FOMC, met als argument dat de verplichting tot bekendmaking kon worden opgeheven voor zover ze afbreuk deed aan de monetaire functies of aan de commerciële belangen van de overheid. De argumenten van het FOMC zijn grotendeels gebaseerd op de monetaire en financiële theorie (voor meer informatie, zie Goodfriend, 1986).

monetair beleid te voeren⁽¹⁾. Dat zette de centrale banken ertoe aan een nieuw nominaal anker te aanvaarden teneinde de koopkracht van een chartaal geworden valuta te handhaven. De ervaring met stagflatie in de jaren zeventig toonde dan weer aan dat het ontbrak aan een systematische afweging tussen inflatie en werkloosheid en illustreerde het verticale verloop van de Phillipscurve op lange termijn, wat Milton Friedman en Edmund Phelps aan het einde van de jaren zestig aan het licht brachten. Ze hielp aldus de gedachte aanvaarden dat de centrale bank op lange termijn enkel in staat is de inflatie te beïnvloeden en niet de reële variabelen, zoals de productie en de werkgelegenheid.

Die beide gebeurtenissen zouden er sterk toe bijdragen dat de centrale banken van de geavanceerde economieën vanaf medio jaren zeventig prijsstabiliteit als nominaal ankerpunt van het monetair beleid zouden invoeren. Het onderzoek dat de aandacht vestigde op de voordelen en de succesfactoren van inflatiebeheersing en de voorbeelden van goede praktijken deden de monetaire autoriteiten vervolgens geleidelijk overhellen naar meer transparantie⁽²⁾⁽³⁾.

Ten eerste wordt de onafhankelijkheid van de centrale banken beschouwd als de prioritaire oplossing voor het probleem van de tijdelijke inconsistentie en van de inflatie bias van de overheid. Een centraal bankier die onafhankelijk is van de overheid en die conservatief optreedt – met andere woorden gericht op prijsstabiliteit –, geldt vanaf de jaren tachtig als voorwaarde voor een geloofwaardig niet-inflatoir monetair beleid. Tegen die achtergrond verliest de ondoorzichtigheid, die wordt geacht

de potentiële interferenties van de begrotingsbevoegdheid te belemmeren, haar bestaansreden. Omgekeerd blijkt democratische verantwoordelijkheid (accountability) een logisch gevolg te zijn van de onafhankelijkheid: de centrale bank die een mandaat heeft gekregen zonder over democratische legitimiteit te beschikken, moet verantwoording afleggen. Die verantwoordelijkheid draagt ze met name door een uitgebreide communicatie over de wijze waarop ze haar opdracht tracht te vervullen. Hoewel de band tussen onafhankelijkheid en verantwoordelijkheid snel tot stand is gekomen, zal hij gaandeweg steviger worden, tegen de achtergrond van een ruimere maatschappelijke ontwikkeling waarbij meer aandacht wordt besteed aan democratische verantwoordelijkheid in het overheidsbeleid (Dincer en Eichengreen, 2014).

Ten tweede zal de aanvaarding van een nominaal anker, zoals een effectieve verbintenis om de prijsstabiliteit te handhaven, als dusdanig ook voor een ruimere communicatie met het publiek zorgen. Teneinde haar verbintenissen na te komen, moet de centrale bank immers geloofwaardig zijn, de economische subjecten ervan overtuigen dat ze daar werkelijk toe in staat is en vastbesloten zijn het ook effectief te doen. Ze moet met andere woorden de inflatieverwachtingen verankeren⁽⁴⁾. Daartoe is het zaak dat het publiek een goed inzicht krijgt in wat de centrale bank doet en waarom; deze laatste heeft derhalve belang bij een heldere berichtgeving over haar doelstellingen, strategie en beslissingen.

Ten slotte ontstaat er geleidelijk aan een consensus over de essentiële rol van het sturen van de verwachtingen, niet alleen inzake inflatie maar ook inzake monetair beleid in ruime zin⁽⁵⁾. De relevante rente voor de consumptie- en investeringsbeslissingen is immers de reële rente op lange termijn, die de verwachtingen weergeeft ten aanzien van de toekomstige rentetarieven op korte termijn alsook een onzekerheidspremie. Dit maakt dat de economie veeleer wordt beïnvloed door het verwachte verloop van het monetair beleid dan door de huidige beleidskoers. De begrijpelijkheid en voorspelbaarheid van het monetair beleid blijken derhalve uitgelezen ingrediënten te zijn van een efficiënt beleid en vergen een zorgvuldige communicatie⁽⁶⁾. De voor deze laatste weggelegde rol is blijkbaar nog belangrijker wanneer de beleidsrentes een bodempeil bereiken en het conventioneel monetair beleid derhalve inefficiënt blijkt te zijn (voor meer informatie, zie Woodford, 2012).

De communicatie van de centrale banken met het publiek heeft mettertijd aan belang gewonnen; de verwachtingen ten aanzien van het toekomstig monetair beleid oefenden immers een steeds grotere invloed uit op het transmissiemechanisme van het monetair beleid. De toenemende

(1) Volgens het trilemma van Mundell kan het monetair beleid, in een context van kapitaalmobiliteit, gericht zijn op een externe doelstelling (zoals de wisselkoers) of op een interne doelstelling (zoals de inflatie), maar niet op beide tegelijk. In het kader van het internationaal monetair stelsel dat in 1944 in Bretton Woods werd ingevoerd, verplichtte de handhaving van vaste (zij het aanpasbare) pariteiten ten opzichte van de Amerikaanse dollar de deelnemende landen in zeer hoge mate hun monetair beleid ondergeschikt te maken aan dat van de Federal Reserve.

(2) Er zij opgemerkt dat de overgang naar zwevende wisselkoersen de onvermijdelijke revaluaties/devaluaties – die de grootst mogelijke geheimhouding vereisen om speculatieve aanvallen te vermijden – deed verdwijnen en zodoende voor een aantal centrale banken een belangrijke hinderpaal voor meer transparantie wegnam (Chant, 2003).

(3) Goodfriend (1986) was een van de eersten die uitvoerig kritiek uitoefende op de geheimhouding omtrent de werking van de Federal Reserve. Steunend op de theorie van de rationele verwachtingen – op grond waarvan de subjecten voor hun verwachtingen alle beschikbare informatie in aanmerking nemen en geacht worden de reële werking van de economie te kennen – voert hij aan dat meer transparantie het mogelijk moet maken de reacties van de markten nauwer af te stemmen op de voornemens van de monetaire autoriteiten. Zijn conclusie (*‘Gelet op de weinig overtuigende theoretische argumenten en het vermoeden dat de geheimhouding op overheidsniveau niet in overeenstemming is met een goede werking van de democratie, is verder onderzoek nodig alvorens te besluiten dat de ondoorzichtigheid van de centrale banken sociaal gunstig is’*) zou het pad effenen voor een meer fundamentele heroverweging van de ondoorzichtigheid rond de monetairbeleidspolitiek.

(4) Zoals blijkt uit de oorspronkelijk door Milton Friedman uitgewerkte Phillipscurve verhoogd met verwachtingen, spelen de inflatieverwachtingen immers een belangrijke rol in het bepalen van de inflatie.

(5) Zie Woodford (2003).

(6) Hoewel uit theoretisch en empirisch oogpunt krachtige argumenten worden aangevoerd ten voordele van transparantie, tonen bepaalde analyses echter aan dat een grotere transparantie niet noodzakelijkerwijs gunstig is, vooral wanneer de informatierverspreiding onzuiver is (zie Geraats, 2013). Hoewel er momenteel een algemene consensus lijkt te bestaan over de weldadige invloed van transparantie in de monetairbeleidsvoering, wordt daarnaast nog steeds een debat gevoerd over het optimale niveau ervan dat verband houdt met, onder meer, de institutionele omgeving van de centrale bank. Voor een discussie over de grenzen van transparantie, zie bijvoorbeeld Cukierman (2009).

liberalisering van de kapitaalmarkten, de vooruitgang in de informatie- en communicatietechnologie en de groeiende economische en financiële interdependentie tussen de landen hebben daaraan bijgedragen, meer bepaald door de verwachtingen van de economische subjecten nauwer te koppelen aan hun beslissingen (ECB, 2002). De vooruitgang op het gebied van informatie- en communicatietechnologie verruimde tevens de capaciteit van de centrale banken om met een zo groot mogelijk publiek te communiceren.

Zoals hierboven vermeld, tekende zich omstreeks het midden van de jaren zeventig in de monetairbeleidsvoering een verschuiving naar meer transparantie af, dit in het kader van de invoering van monetaire doelstellingen en van meer aandacht voor prijsstabiliteit op lange termijn. In de praktijk ging de echte revolutie evenwel aan het begin van de jaren negentig van start, met de invoering van inflation targeting door de Reserve Bank of New Zealand, de Bank of Canada, Sveriges Riksbank en de Bank of England. Bij inflation targeting wordt een expliciete inflatiedoelstelling bepaald ter verankering van de inflatieverwachtingen. Een dergelijke inflatiestrategie vereist a priori een zeer grote transparantie aangezien het succes ervan nauw samenhangt met het geloof van de markten in het vermogen en de vastberadenheid van de centrale bank om haar doelstelling te bereiken (Mishkin en Schmidt-Hebbel, 2001)⁽¹⁾. In uiteenlopende mate en trapsgewijs zullen de centrale banken met een inflatiedoelstelling aldus hun transparantiemaatregelen verscherpen, niet alleen door een grote hoeveelheid informatie over hun doelstellingen en strategieën openbaar te maken, maar ook via de publicatie van inflatieprojecties, inflatieverslagen en notulen over de beraadslagingen van hun monetairbeleidscomité.

De centrale banken die voor een andere monetairbeleidsstrategie kozen, bleven niet achter. De Federal Reserve besloot bijvoorbeeld om vanaf februari 1994 haar beslissingen over de federal funds richtrente meteen aan te kondigen en er later in het jaar een beschrijving van de economie aan toe te voegen; ze besloot tevens een rechtvaardiging van haar beslissingen op te nemen in de verklaring van het FOMC. Deze laatste zou echter pas vanaf mei 1999 na elk van zijn vergaderingen systematisch een verklaring afleggen. In het kader van een

nieuwe wet krachtens welke haar onafhankelijkheid werd vergroot, koos de Bank of Japan er in 1998 voor haar monetairbeleidsbeslissingen onmiddellijk mee te delen en de notulen van de vergaderingen van haar Comité en de daar uitgebrachte stemmen openbaar te maken. De Bundesbank, van haar kant, heeft van oudsher een uitgesproken voorkeur voor transparantie inzake doelstellingen en resultaten, wat onder meer tot uiting kwam in tal van officiële publicaties. De strategie van monetary targeting die ze sinds het midden van de jaren zeventig volgde – en die een inflatiedoelstelling omvat – fungeerde voor de Bundesbank rechtstreeks als kader om haar intenties mee te delen en haar beslissingen uit te leggen aan het publiek (Posen, 1997). Aangezien het Eurosysteem uitdrukkelijk gemodelleerd is naar de onafhankelijkheid en de strategie van de Bundesbank, heeft het uiteraard een mooie rol weggelegd voor de communicatie, die door Otmar Issing⁽²⁾ werd bestempeld als ‘de verborgen pijler’ van de monetairbeleidsstrategie van het Eurosysteem (Issing, 1999). Ter illustratie zij vermeld dat de Raad van Bestuur in het najaar van 1998 een kwantitatieve definitie aankondigde van prijsstabiliteit alsook een heldere strategie om die te bereiken. Sinds de invoering van de euro in januari 1999 worden de genomen beslissingen systematisch toegelicht en gerechtvaardigd tijdens een persconferentie van de voorzitter⁽³⁾ en in het Maandbericht (in 2015 herdoopt tot Economisch Bulletin), dat bovendien een gedetailleerde analyse bevat van de economische situatie en van de risico's voor prijsstabiliteit.

In de jaren 2000 volgde een tweede golf van transparantie en toegenomen openheid van de centrale banken, die niet beperkt bleef tot de geavanceerde economieën⁽⁴⁾. Zoals blijkt uit de tabel, volgden de meeste centrale banken in 2010 een expliciete monetairbeleidsstrategie, terwijl meer dan de helft ervan cijfermatige macro-economische projecties publiceerde. Het aantal publicaties van notulen over de beraadslagingen aangaande het monetair beleid en van de stemresultaten in de comités is weliswaar nog steeds gering, maar het zit duidelijk in de lift. Ook het aantal toelichtingen bij de beslissingen is aanzienlijk gestegen. Ten slotte begonnen enkele centrale banken uitleg te geven over de koers, het tijdpad of het vermoedelijk tempo van de beleidswijzigingen. Na de Reserve Bank of New Zealand in 1997 besloten Norges Bank en Sveriges Riksbank in respectievelijk 2005 en 2007 het verwachte rentepad voor hun beleidsrentes bekend te maken. De Bank of Japan verschafte in september 1999 voor het eerst beleidsindicaties (forward guidance) over haar basisrentetarieven; in mei van datzelfde jaar begon de Federal Reserve aanwijzingen te geven over het mogelijk verloop van haar monetair beleid, vooraleer ze in 2003 overschakelde op eigenlijke forward guidance.

(1) Als bewijs van de zeer hoge transparantie bij de centrale banken die een inflatiedoelstelling nastreven, onderstrepen Eijffinger en Geraats (2006) dat tijdens de periode 1998-2002 de Reserve Bank of New Zealand, Sveriges Riksbank, de Bank of England en de Bank of Canada de meest transparante centrale banken waren. Ze merken echter op dat dit monetairbeleidskader blijkbaar noch een noodzakelijke, noch een voldoende voorwaarde voor transparantie is.

(2) Hoofdeconoom en lid van de Directie van de ECB van 1998 tot 2006.

(3) In dat opzicht kan de ECB worden beschouwd als opener en transparanter dan de Bundesbank, die haar beslissingen enkel in een persbericht aankondigde. De bestuurders van de Bundesbank verschenen ook niet voor de Bundestag, terwijl de leden van de ECB-Directie regelmatig door het Europees Parlement worden gehoord.

(4) Voor een gedetailleerd overzicht van de vooruitgang op het vlak van transparantie tijdens de periode 1998-2010, zie Dincer en Eichengreen (2014) of Geraats (2013).

TABEL ONTWIKKELING VAN DE TRANSPARANTIE VAN DE CENTRALE BANKEN

Frequentie van de informatieverspreiding (in %)	1998	2004	2010
Transparantie van het monetairbeleidskader			
Formele verklaring over de doelstelling(en)	90,8	95,0	96,6
Kwantificering van de doelstellingen	44,2	60,8	66,4
Onafhankelijkheid van de instrumenten	34,2	49,2	53,4
Transparantie inzake economische informatie			
Publicatie van projecties	14,2	46,7	54,3
Projecties op kwartaalbasis, op middellange termijn, voor de inflatie en het bbp	3,3	11,7	19,8
Transparantie inzake besluitvorming			
Expliciete monetairbeleidsstrategie	50,0	65,0	73,3
Notulen	5,0	9,2	16,4
Bekendmaking van de uitgebrachte stemmen	4,2	6,7	10,3
Transparantie inzake communicatie over de beslissingen			
Onmiddellijke aankondiging van de genomen beslissingen	15,0	40,0	46,6
Toelichting bij de genomen beslissingen	12,5	32,5	43,1
Aanwijzingen omtrent de toekomstige monetairbeleidsmaatregelen	0,0	2,5	4,3
Transparantie bij de tenuitvoerlegging van de maatregelen			
Beoordeling van de resultaten in verband met de voornaamste operationele doelstelling	9,2	20,8	22,4
Informatie over de verstoringen van het transmissieproces	15,8	42,5	47,4
Omvang van de steekproef ⁽¹⁾	120,0	120,0	116,0

Bron: Geraats (2013)

(1) De afname van de omvang van de steekproef tussen 2004 en 2010 verklaard zich door het feit dat Cyprus, Malta, Slovenië en Slowakije tot het eurogebied zijn toegetreden.

2. Een nieuw elan in de nasleep van de crisis

De in de jaren zeventig op gang gekomen onderliggende trend naar meer communicatie door de centrale banken is nooit gelogenstraft. In de context van de recente economische en financiële crisis, wereldwijd een enorme uitdaging voor de monetaire overheden, hebben transparantie en openheid zelfs een boost gekregen. Om te beginnen, hebben die overheden uitgebreid gecommuniceerd over de macro-economische ontwikkelingen, over de risico's voor de prijsstabiliteit en over de maatregelen die ze hebben genomen om hun mandaat te vervullen. De complexiteit van de situatie en de toegenomen onzekerheid hebben tot een meer intense communicatie genoopt teneinde zowel verklaringen als geruststelling te bieden. Vervolgens zijn de centrale banken de communicatie onmiddellijk als een monetairbeleidsinstrument gaan gebruiken. De communicatie over de toekomstige intenties van de centrale bank verschaft informatie over haar reactiefunctie en ze

maakt het mogelijk de verwachtingen van de private sector ten aanzien van de inflatie en de rentetarieven af te stemmen op de intenties van de centrale bank. Gelet op de omvang van de schokken die de economieën hebben ondergaan en vanwege de zero lower bound voor de nominale rentes, heeft de centrale bank zich uiteraard ten taak gesteld de monetairbeleidskoers sterker te beïnvloeden door rechtstreeks in te werken op het langere segment van de reële rendementscurve. Ten slotte hebben de centrale banken nooit geziene maatregelen genomen om het financieel stelsel te stabiliseren, daarbij volop hun rol van laatste kredietgever spelend. Teneinde het vertrouwen van de bevolking te vrijwaren en in die context hun democratische legitimiteit te vestigen, was het hun plicht duidelijk te zijn over hun acties en operaties.

Ter illustratie van deze nieuwe trend overlopen we hieronder de recente vooruitgang op het vlak van de communicatie van de voornaamste centrale banken in de geavanceerde economieën, namelijk de Federal Reserve, de

Bank of Japan, de Bank of England en het Eurosysteem⁽¹⁾. Vanwege hun omvang en omdat we er meer rechtstreeks bij betrokken zijn, krijgen de ontwikkelingen met betrekking tot het Eurosysteem heel bijzondere aandacht.

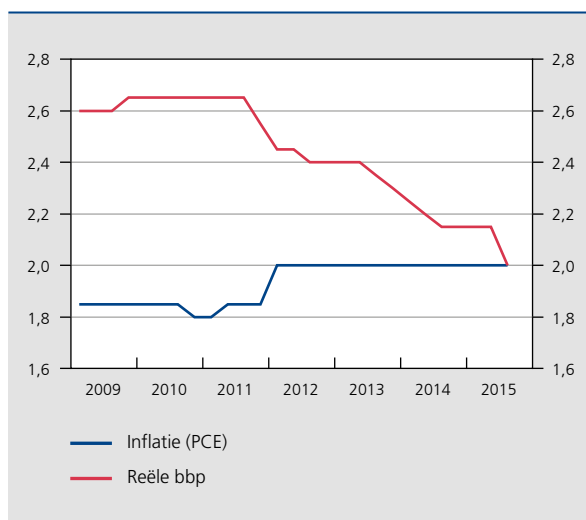
2.1 De Federal Reserve

De Federal Reserve heeft onder impuls van Ben Bernanke – die van 2006 tot 2014 haar voorzitter was – alles in het werk gesteld om meer transparantie en een steviger democratische legitimiteit te bewerkstelligen. Er zijn recentelijk tal van initiatieven genomen die evenwel enkel hebben gezorgd voor een versnelling van een in 1977 ingezet geleidelijk proces toen twee fundamentele monetairbeleidsdoelstellingen werden vastgelegd. Een van de zwakke punten van de Federal Reserve vlak vóór de recente crisis was meer bepaald dat ze te weinig transparant was wat haar doelstellingen betrof. Deze laatste waren immers talrijk en noch geprioriteerd noch gekwantificeerd. Inzake besluitvorming beschikte de Federal Reserve overigens over geen enkele expliciete strategie waarin haar monetairbeleidskader werd omschreven. En, ten slotte, was er de geringe frequentie waarmee ze haar economische projecties publiceerde (Eiffinger en Geraats, 2006). Als een van haar sterke punten zij evenwel vermeld dat de Federal Reserve reeds geruime tijd notulen publiceerde, alsook de resultaten van stemmingen binnen het FOMC en de transcripties van haar vergaderingen. De leden van het FOMC hadden bovendien reeds een lange traditie op het vlak van interventies voor het Congres. Verscheidene recente initiatieven zullen mede de lacunes helpen dichten ten opzichte van de centrale banken die als de meest transparante worden beschouwd.

Zo kondigde het FOMC in november 2007 zijn voornemen aan om de economische projecties van zijn leden frequenter te publiceren en relevanter te maken teneinde zijn democratische verantwoordelijkheid te vergroten en de bevolking een duidelijker inzicht te verschaffen in zijn monetairbeleidsvoering. De projecties zouden voortaan vier keer per jaar worden gepubliceerd, tegen tevoren twee keer, en de projectiehorizon werd verlengd tot drie jaar, tegen tevoren twee jaar. Bovendien besloot het Comité afzonderlijke projecties te publiceren voor de totale inflatie, parallel met die voor de reële groei, het werkloosheidscijfer en de onderliggende inflatie. Voor de nominale bbp-groei werden de projecties evenwel stopgezet. De projecties van de leden werden sedert 1979 synthetisch meegedeeld in het halfjaarlijks verslag over het monetair beleid van de Federal Reserve aan het Congres en in de notulen van de

(1) De als bijlage opgenomen overzichtstabel toont voor elk van deze centrale banken de voornaamste kenmerken inzake transparantie en de datum van de invoering ervan.

GRAFIEK 1 SYNTHESE VAN DE ECONOMISCHE PROJECTIES OP LANGERE TERMIJN VAN DE FOMC-LEDEN
(centrale tendens⁽¹⁾, centrale waarde, jaar-op-jaar groei)



Bron: Federal Reserve Bank of St Louis.

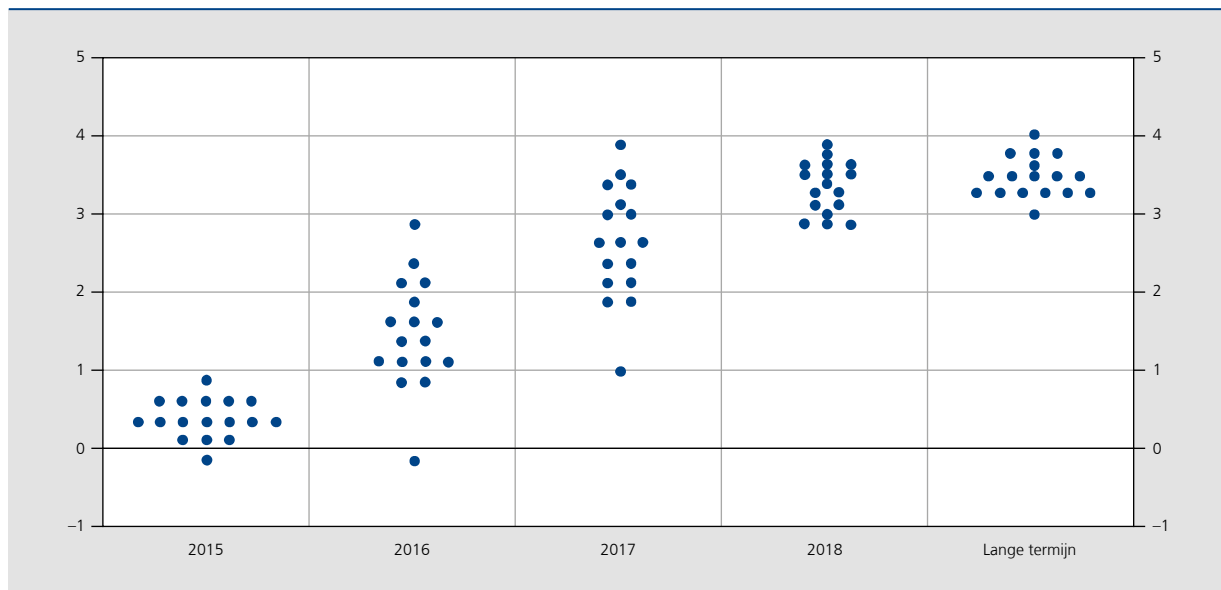
(1) De centrale tendens houdt geen rekening met de drie hoogste en de drie laagste projecties voor iedere variabele.

vergaderingen van het FOMC. Sedert april 2011 worden de geprojecteerde marges en de centrale tendensen echter meegedeeld tijdens een persconferentie van de voorzitter. In februari 2009 werden voor het eerst ook langetermijnprojecties gepubliceerd voor de totale inflatie, de reële groei en het werkloosheidscijfer. Er zij opgemerkt dat de projecties ten aanzien van de inflatie op lange termijn niet ver verwijderd zijn van de doelstelling van 2% die achteraf zal worden vastgelegd. Zo kan de beslissing om de langetermijnprojecties voor de inflatie te publiceren, geïnterpreteerd worden als een eerste stap in de richting van de invoering van een kwantitatieve doelstelling.

In januari 2012 werden twee belangrijke stappen gezet. Enerzijds begon het FOMC de individuele projecties van zijn leden te publiceren ten aanzien van de federal funds richtrente. Die projecties hebben betrekking op de beleidsrente die voor het einde van het lopende jaar en voor het einde van de drie volgende jaren wordt verwacht, alsook op de lange termijn. Ze worden onder meer opgenomen in een puntgrafiek (dot plot) die samen met de economische projecties wordt gepubliceerd. Die renteprojecties zijn anoniem, maar ze getuigen van de houding van de FOMC-leden tegenover de economische vooruitzichten en tegenover de verwachte monetairbeleidskoers. Op lange termijn verschaffen ze bovendien aanwijzingen over de evenwichtsrente, dat is de rente die wordt geacht te gelden wanneer de economische bedrijvigheid haar potentieel niveau heeft bereikt en bij afwezigheid van inflatoire spanningen.

GRAFIEK 2 PROJECTIES VOOR DE FEDERAL FUNDS RICHTRENTES IN SEPTEMBER 2015

(verwachte centrale waarden aan het einde van het kalenderjaar)



Bron: FOMC.

Anderzijds heeft het FOMC een verklaring afgelegd over zijn langetermijndoelstellingen en zijn monetairbeleidstrategie. Het heeft voor het eerst een expliciete langetermijndoelstelling van 2 % vastgesteld voor de inflatie zoals die wordt gemeten op basis van de consumptieve uitgaven van de huishoudens (PCE-inflatie). Het FOMC heeft erop gewezen dat het duidelijk communiceren over deze doelstelling naar de bevolking toe bijdraagt aan de stevige verankering van de inflatieverwachtingen en derhalve de stabiliteit van de prijzen en van de gematigde lange rentes in de hand werkt, waardoor meer ruimte vrijkomt om in een verstoorde economische omgeving maximale werkgelegenheid te bewerkstelligen. Het FOMC vindt met andere woorden dat het baat heeft bij het vaststellen van een cijfermatige doelstelling voor de inflatie om te kunnen voldoen aan zijn dubbel mandaat van volledige tewerkstelling en prijsstabiliteit.

De afgelopen jaren, ten slotte, heeft de Federal Reserve uitvoerig gecommuniceerd over haar toekomstige monetairbeleidskoers. Vanaf december 2008 heeft ze kwalitatieve forward guidance verstrekt met betrekking tot haar basisrentes; dat was nadat ze de federal funds richtrente op haar effectief bodemniveau had gebracht, overeenstemmend met een marge van 0 tot 0,25%. In september 2011 verstrekte ze temporele informatie; ze kondigde immers aan dat de economische toestand het rechtvaardigde de rentetarieven gedurende ten minste twee jaar op hun bodempeil te handhaven, terwijl ze

tussen december 2012 en maart 2014 specifieke drempels aankondigde waarbij ze de belangrijkste factoren toelichtte die van invloed zouden zijn op haar toekomstige beleidswijzigingen. Behalve over het verwachte verloop van haar basisrentes, heeft de Federal Reserve ook gecommuniceerd over de factoren die een impact hebben op de omvang, het tempo en de samenstelling van haar effectenaankopen. Dat geldt specifiek voor haar laatste programma voor de aankoop van activa dat in oktober 2014 werd beëindigd. Toen dat programma in september 2012 werd goedgekeurd, stelde de Federal Reserve geen einddatum vast, maar bevestigde ze dat het programma zou doorgaan 'tot wanneer de situatie op de arbeidsmarkt sterk en zichtbaar verbeterde in een context van prijsstabiliteit'. Vervolgens heeft ze haar aanwijzingen herhaaldelijk gewijzigd (voor meer informatie, zie bijvoorbeeld Cordemans en Ide, 2014 of Engen et al., 2015).

2.2 De Bank of Japan

In het kader van de in april 1998 van kracht geworden nieuwe wet met betrekking tot de Bank of Japan, leverde deze laatste een aantal inspanningen om haar monetair beleid transparanter te maken. Zo moedigde ze vooral de verspreiding van informatie aan langs diverse kanalen zoals de publicatie van notulen en van een maandelijks verslag over de economische en financiële ontwikkelingen, het organiseren van persconferenties, hoorzittingen

voor het parlement of uitzettingen. Ondanks die vooruitgang is de Bank of Japan tot voor enkele jaren echter vrij ondoorzichtig gebleken (Eiffinger en Geraats, 2006). Ze had haar doelstelling inzake prijsstabiliteit niet kwantitatief gedefinieerd en ze beschikte niet over een expliciet monetairbeleidskader. Bovendien verschaftte ze niet systematisch na iedere vergadering van haar monetairbeleidscomité uitleg. Toch behoort de Bank of Japan tot de centrale banken die hun transparantieniveau tijdens de afgelopen periode het sterkst hebben verhoogd.

Nadat de Bank of Japan in maart 2006 een nieuw kader had ingevoerd voor de tenuitvoerlegging van haar monetair beleid, besloot ze in juli 2008 haar communicatiestrategie uit te breiden 'tegen de achtergrond van een veranderende economische situatie en onzekere vooruitzichten'. Ter rechtvaardiging van die beslissing voerde ze aan dat ze te geleger tijd exhaustieve toelichting wilde verschaffen bij de economische situatie en bij de vooruitzichten inzake de economie en de prijzen, alsook bij de risicofactoren, overeenkomstig haar monetairbeleidskader. Zo kondigde ze ten eerste aan dat voortaan na iedere monetairbeleidsvergadering – en niet enkel na die waarin tot een beleidswijziging werd besloten –, parallel met de beleidsbeslissing een synthetische evaluatie zou worden meegedeeld van de economische situatie en van het prijsverloop, alsook het standpunt van de Bank ten aanzien van de toekomstige koers van haar monetair beleid. Ten tweede opteerde ze ervoor de projectiehorizon voor haar economische vooruitzichten te verlengen tot drie jaar, tegen tevoren twee jaar. Ten derde verklaarde ze zich akkoord met een driemaandelijke publicatie van de vooruitzichten van de 'meerderheid van de leden' van haar monetairbeleidscomité⁽¹⁾ en van de grafieken met betrekking tot de risicobalans. Tot slot kondigde ze aan dat de notulen van de monetairbeleidsvergaderingen systematisch, en onder voorbehoud van hun goedkeuring, onmiddellijk na de volgende vergadering zouden worden gepubliceerd.

Teneinde de deflatie te boven te komen en terug te keren naar een groeipad in overeenstemming met prijsstabiliteit, 'verduidelijkte' de Bank of Japan in december 2009 haar idee van prijsstabiliteit op middellange/ lange termijn. Reeds in april 2009 had ze meegedeeld dat prijsstabiliteit diende te worden opgevat als een jaar-op-jaar stijging van het consumptieprijsindex (CPI) 'binnen een approximatieve marge tussen 0 en 2 %, aangezien de meeste leden van de Raad ervan uitgingen dat het mediaancijfer rond de 1 % lag'. In december 2009 verduidelijkte ze

dat de leden van het Comité geen jaar-op-jaar groeicijfer van de CPI lager dan of gelijk aan 0 % duldden en dat prijsstabiliteit derhalve moest worden opgevat als een positieve inflatie van 2 % of minder, aangezien de meeste leden van het Comité ervan uitgingen dat het mediaancijfer 1 % bedroeg. In februari 2012 werd een expliciete doelstelling van 'momenteel 1 %' vastgesteld ter bevestiging van haar vastberadenheid de deflatie te overwinnen. In oktober van datzelfde jaar gaven de Bank of Japan en de regering bovendien gezamenlijk uiting aan hun voornemen 'zo snel als mogelijk' een einde te maken aan de deflatie; ze getuigden tevens van hun verbintenis 'om daar samen aan te werken'. De Bank liet weten haar inflatiedoelstelling te willen bereiken 'door middel van een aanzienlijke monetaire versoepeling met voortzetting van haar nulrentebeleid en implementatie van haar programma voor de aankoop van activa, voornamelijk via de aankoop van financiële activa'. Ze zou op die weg voortgaan tot wanneer haar doelstelling van 1 % binnen bereik kwam. In januari 2013, ten slotte, herzag de Bank of Japan haar middellange/langetermijndoelstelling inzake prijsstabiliteit en besloot ze een 'streefcijfer inzake prijsstabiliteit' in te voeren, namelijk 2 % in termen van jaarlijkse stijging van het consumptieprijsindex. De Bank zou haar accommoderend beleid voortzetten teneinde dat streefcijfer zo snel mogelijk te bereiken. Terzelfder tijd werd een nota gepubliceerd met daarin nadere gegevens omtrent de Bank of Japans 'nieuwe' opvatting van prijsstabiliteit (Bank of Japan, 2013).

In juni 2015 heeft het Comité van de Bank of Japan haar unanieme beslissing aangekondigd om de monetairbeleidsberaadslagen en tevens de communicatie van de Bank ter zake uit te breiden. Vanaf januari 2016⁽²⁾: (1) zou het verslag over de vooruitzichten met betrekking tot de economische bedrijvigheid en het prijsverloop (outlook report) driemaandelijks (en niet langer halfjaarlijks) worden gepubliceerd, (2) zouden, naast de vooruitzichten van het Comité, de individuele vooruitzichten van ieder lid worden gepubliceerd, alsook hun individuele risicobeoordelingen, (3) zou ongeveer een week na iedere vergadering een document worden gepubliceerd met daarin een overzicht van de tijdens de vergaderingen geuite meningen, en (4) zou het aantal vergaderingen worden teruggebracht van thans ongeveer 14 naar 8 per jaar.

Precies zoals ze dat ook in 1999 deed, heeft de Bank of Japan tijdens de afgelopen periode uiteindelijk forward guidance betreffende haar monetair beleid verstrekt. In het kader van haar beleid van uitgebreide monetaire versoepeling (comprehensive monetary easing of CME) kondigde ze in oktober 2010 aan haar nulrentebeleid voort te zetten 'zolang ze haar doelstelling inzake prijsstabiliteit niet heeft bereikt, onder voorbehoud van zware

(1) De vooruitzichten van de meeste leden van het monetairbeleidscomité zijn prognosemarges gebaseerd op de individuele vooruitzichten van ieder lid, waarvan het hoogste en het laagste vooruitzicht afgetrokken zijn.

(2) Voor zover het plan goedgekeurd wordt door het Kabinet van de Eerste minister.

risico's, inclusief de accumulatie van financiële onevenwichtigheden'. Bij de lancering van haar programma van kwantitatieve en kwalitatieve versoepeling (quantitative and qualitative easing of QQE) in april 2013 wees ze er bovendien op dat dit programma voor de aankoop van activa erop gericht was zo snel mogelijk, over een periode van twee jaar, haar streefdoel van 2% inzake prijsstabiliteit te bereiken. De lancering van dat programma ging gepaard met verklaringen die het vaste voornemen beklemtoonden de deflatieverwachtingen uit de weg te ruimen door de markten, de ondernemingen en de huishoudens 'op een duidelijke en verstaanbare wijze' in te lichten over haar monetair beleid (Bank of Japan, 2013b). Er zij opgemerkt dat het QQE-beleid van de Bank of Japan deze laatste ertoe gebracht heeft haar operationeel streefdoel te verleggen van de daggeldrente voor leningen zonder onderpand naar de monetaire basis. Haar forward guidance voor de recente periode betrof derhalve de omvang en de samenstelling van haar balans, en niet langer haar basisrentes.

Hoewel de inflatieverwachtingen enigszins zijn toegenomen, blijven ze momenteel ver verwijderd van de in 2013 vastgelegde doelstelling van 2% (Boeckx et al., 2015).

2.3 De Bank of England

De Bank of England is een van de eerste centrale banken die in 1992 inflation targeting onderschreef. Lang vóór de crisis had ze inzake transparantie reeds een stevige reputatie verworven door geregeld haar standpunten mee te delen over de economische vooruitzichten, over haar projecties inzake bbp-groei en inflatie, en door de factoren toe te lichten die ten grondslag lagen aan haar beleidswijzigingen. Tot haar voornaamste communicatie-instrumenten behoorden reeds vóór de crisis een inflatieverslag dat driemaandelijks werd gepubliceerd tijdens een persconferentie, de publicatie van de notulen van de vergaderingen van het Comité voor monetair beleid als ook van de stemmingen binnen het Comité en van regelmatige hoorzittingen voor het parlement. Enkele mindere punten zijn dat de Bank of England na haar monetairbeleidsbeslissingen geen onmiddellijke uitleg verschaftte en evenmin aanwijzingen gaf over haar toekomstig beleid, hetzij in de vorm van een persconferentie hetzij in de vorm van een verklaring.

Hoewel de Bank of England tijdens de crisis haar bestaande informatie-instrumenten kon inzetten, koos ze er evenwel voor haar communicatie nog verder uit te breiden, meer bepaald om haar niet-conventionele beleidsmaatregelen toe te lichten zoals haar begin 2009 opgestart beleid van kwantitatieve versoepeling (quantitative easing

of QE). Gelet op de zwakte van het economisch herstel en teneinde haar accommoderende monetairbeleidskoers te vrijwaren, introduceerde de Bank of England in augustus 2013 voor het eerst expliciete forward guidance door het verloop van haar beleidsrente en van haar activavoorraad te koppelen aan het niveau van de werkloosheidsgraad. De redenen waarom het Comité oordeelt dat deze expliciete aanwijzingen hebben kunnen bijdragen aan de efficiëntie van zijn monetairbeleidsvoering, staan beschreven in een openbaar gemaakt uitvoerig document (Bank of England, 2013).

In december 2014, ten slotte, kondigde de Bank of England sinds haar onafhankelijkheid in 1997 de grootste herziening aan van de wijze waarop ze haar rentebeslissingen voorstelt en verklaart; die herziening was bedoeld om 'haar transparantie en democratische verantwoordelijkheid ten opzichte van de Britse bevolking te vergroten'. Ten eerste gaf het Comité aan vanaf maart 2015 de transcriptie van de monetairbeleidsvergaderingen na acht jaar te publiceren aangezien het van oordeel was dat die termijn het juiste evenwicht waarborgde tussen de noodzaak om de leden vrij te laten beraadslagen en de voor zijn activiteiten kenmerkende verplichtingen inzake democratische verantwoordelijkheid en transparantie. Ten tweede bevestigde het Comité zijn voornemen om vanaf augustus 2015 de notulen van de discussies te publiceren en, in de relevante maanden, het Inflatieverslag, samen met de monetairbeleidsbeslissing. Het is immers van oordeel dat één enkele aankondiging waarin al deze informatie wordt gebundeld, haar communicatie efficiënter zou maken door een zo duidelijk mogelijk monetairbeleidssignaal te geven. Ten slotte heeft het Comité aangekondigd dat het aantal monetairbeleidsvergaderingen vanaf 2016 van 12 op 8 zal worden gebracht.

2.4 Het Eurosysteem

Hoewel het Eurosysteem van meet af aan blijk gaf van een relatief grote transparantie, werd tussen de oprichting ervan, in juni 1998, en de recente crisis weinig belangrijke vooruitgang opgetekend. Toch zijn twee ontwikkelingen het vermelden waard. De eerste behelst de beslissing van de Raad van Bestuur, in mei 2003, om de definitie van prijsstabiliteit uit 1998 te verduidelijken. De Raad bevestigde toen met het oog op prijsstabiliteit te streven naar een inflatiecijfer, op middellange termijn, van minder dan 2%. Hij specificeerde daarbij evenwel te streven naar een inflatiecijfer dicht bij 2%. Die verduidelijking geeft in het bijzonder aan dat de Raad van Bestuur zich wil wapenen tegen het deflatierisico. Ze werd bovendien noodzakelijk geacht om rekening te houden met een mogelijke meetfout in de HICP en met inflatieverschillen

tussen de landen van het eurogebied. De tweede belangrijke ontwikkeling is de overschakeling, vanaf juni 2004, naar inflatie- en outputprojecties op kwartaalbasis in plaats van op halfjaarlijkse basis. Het zwakke punt van het Eurosysteem, waar regelmatig op werd gewezen, was steeds dat notulen of eventuele stemmingen binnen de Raad van Bestuur niet werden gepubliceerd. De recente periode wordt gekenmerkt door een meer uitgebreide communicatie, de aanwending van deze laatste voor een beter monetair beleid en de creatie van een nieuw communicatie-instrument.

De hele crisis lang communiceerde de ECB op explicietere wijze om in een zeer ingewikkeld en onzeker geworden omgeving de verwachtingen van de economische subjecten te blijven beheren. Ze maakte gebruik van haar 'traditionele' communicatie-instrumenten zoals de persconferenties van de voorzitter, de persberichten of de toespraken van de directieleden, om voortdurend haar opdracht te bevestigen en toelichting te verschaffen bij de middellangetermijneriëntering van haar beleid, haar totaalperspectief en het symmetrische karakter van prijsstabiliteit. Zo trachtte ze de inflatieverwachtingen stevig verankerd te houden, door zowel de vrees voor een buitensporige inflatie als die voor een deflatoire spiraal de kop in te drukken, tegen de achtergrond van de hoge schuldenlast en de balansaanpassingen (ECB, 2014a). Voorts deelde ze in ruimere mate haar beoordeling van de economische en financiële ontwikkelingen en sprak ze uitdrukkelijk over de variabelen die ze als relevant beschouwde voor de monetairbeleidsvoering⁽¹⁾. Ten slotte verstrekte ze uiteraard uitleg bij de talrijke – en meestal niet-conventionele – monetairbeleidsmaatregelen die ze nam als reactie op de recessie en de verstoringen van de monetairbeleidstransmissie.

Vanwege de beperkingen van het rente-instrument en naar aanleiding van verschillende onvoorziene gebeurtenissen, breidde het Eurosysteem in 2013 zijn communicatie uit door forward guidance te verstrekken over het verloop van de beleidsrentetarieven, indicaties te verschaffen over de toekomstige beleidsvoornemens en verduidelijking te geven bij zijn reactiefunctie. Teneinde duidelijkheid te creëren over de toekomstige monetairbeleidskoers, brak de Raad van Bestuur aldus met de vermaarde 'mantra' uit het tijdperk Trichet om 'zich nooit op voorhand te verbinden' (to never pre-commit). Meer recentelijk heeft de Raad ook beleidsindicaties gegeven in het kader van zijn op 22 januari 2015 aangekondigd uitgebreid programma voor de aankoop van activa.

(1) In een toespraak in Jackson Hole in augustus 2014 wees Mario Draghi (ECB, 2014c) er bijvoorbeeld op dat de vijfjaars swaprente over vijf jaar de maatstaf is die de ECB gewoonlijk gebruikt om de verankering van de inflatieverwachtingen op middellange termijn te beoordelen.

Tot slot besloot het Eurosysteem in 2014 een nieuw communicatie-instrument in het leven te roepen door vanaf januari 2015 een verslag van de beraadslagingen van de Raad van Bestuur te publiceren. Terzelfder tijd deelde de Raad mee dat de frequentie van de monetairbeleidsvergaderingen zou worden teruggeschoefd.

De beslissing om indicaties te verschaffen over het toekomstig verloop van het monetair beleid en om de verslagen van de vergaderingen van de Raad van Bestuur te publiceren, betekent een belangrijk keerpunt in de tenuitvoerlegging en de transparantie van het monetair beleid van het Eurosysteem. Ze verdient dan ook enige verduidelijking. De vermindering van het aantal vergaderingen past dan weer in een mondiale tendens, zoals blijkt uit recente beslissingen van de Bank of Japan en de Bank of England. Daarmee volgen die centrale banken het voorbeeld van de Federal Reserve, de Bank of Canada en de Reserve Bank of New Zealand, waarvan de comités acht keer per jaar vergaderen. Ook die ontwikkeling verdient nadere toelichting.

FORWARD GUIDANCE

Na zijn vergadering van juli 2013 deelde de Raad van Bestuur van de ECB mee dat 'de monetairbeleidskoers zolang als nodig accommoderend zal blijven' en dat hij verwachtte dat 'de basisrentetarieven van de ECB voor een langere periode op het huidige of een lager niveau zullen blijven'. De Raad stipte aan dat dit vooruitzicht gebaseerd was 'op de algehele gematigde vooruitzichten voor de inflatie, ook op de middellange termijn, gezien de breed gedragen zwakte van de reële economie en de gematigde monetaire dynamiek'. Voor het eerst in de geschiedenis verschaftte de Raad dergelijke expliciete indicaties over zijn monetairbeleidskoers. Die indicaties werden gegeven tegen de achtergrond van een nog broos economisch herstel en een daling van de inflatie. Ze waren het gevolg van een aanzienlijke en ongewenste rentestijging in het eurogebied; die opwaartse tendens zette in het voorjaar van 2013 in na verklaringen van de voorzitter van de Federal Reserve dat deze laatste mogelijk minder activa zou aankopen (voor meer informatie, zie Boeckx et al., 2013). Sindsdien heeft de Raad van Bestuur steeds opnieuw forward guidance verstrekt over de beleidsrentetarieven van de ECB.

Aan de hand van indicaties over het verwachte toekomstige rentepeil, dat afhankelijk is van de vooruitzichten inzake prijsstabiliteit, wordt met forward guidance meer duidelijkheid gecreëerd over de beoordeling van de macro-economische situatie door de centrale bank, alsook over haar reactiefunctie. Zodoende wordt ingespeeld op de twee componenten van het verwachtingskanaal van

de monetairbeleidstransmissie. Aangezien de onzekerheid erdoor afneemt, is forward guidance een bijzonder geschikt instrument in crisistijden, waardoor de lange rente bovendien meer rechtstreeks kan worden beïnvloed. Forward guidance is derhalve uitermate nuttig wanneer de beleidsrente haar ondergrens nadert⁽¹⁾. Ze draagt derhalve bij tot een stevige verankering van de inflatieverwachtingen en maakt een striktere controle over de monetairbeleidskoers mogelijk.

Behalve de indicaties over het toekomstige rentepad, schetste de ECB in april 2014, in het licht van de dreiging van een langdurige periode van lage inflatie, ook enkele mogelijke situaties en de gepaste monetairbeleidsreacties daarop (ECB, 2014a).

De eerste was een ongegronde verkrapping van de monetairbeleidskoers (als gevolg van externe ontwikkelingen), waar de ECB op zou reageren met de goedkeuring van nieuwe conventionele maatregelen. De tweede gebeurtenis behelsde een hardnekkige verstoring van het kanaal van het bankkrediet, die aanleiding zou geven tot gerichte kredietversoepelingsmaatregelen. Ten slotte werd rekening gehouden met een mogelijke verslechtering van de inflatieverwachtingen op middellange termijn en/of een zwakkere verankering van de inflatieverwachtingen, wat de goedkeuring van een uitgebreid programma voor de aankoop van activa zou rechtvaardigen.

Toen deze situaties zich ook daadwerkelijk voordeden, voegde de Raad van Bestuur de daad bij het woord en keurde eind 2014 en begin 2015 een reeks nieuwe monetairbeleidsmaatregelen goed. Ten eerste verlaagde de Raad tweemaal de basisrentetarieven, in juni en september 2014: de rente op de basisherfinancieringsacties werd teruggebracht tot 0,05%, die op de marginale beleningsfaciliteit tot 0,30% en die op de depositofaciliteit tot -0,20%. Ten tweede kondigde de Raad in juni 2014 een reeks gerichte langerlopende herfinancieringstransacties aan (Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO) die de banken ertoe moesten aanzetten krediet te verstrekken aan de private sector. Ten slotte opteerde de Raad voor een verdere versoepeling van het monetair beleid door in september 2014 een programma voor de aankoop van activa van de private sector goed te keuren. In januari 2015 werd dit laatste opgenomen in een uitgebreider programma dat eveneens aanzienlijke aankopen van overheidsobligaties omvat. De Raad van Bestuur gaf toen te kennen dat de maandelijkse aankopen, ten belope van € 60 miljard, ‘zouden moeten worden verricht tot en met september 2016’ en dat ze

in ieder geval zouden plaatsvinden tot de Raad ‘een duurzame aanpassing in het inflatieverloop vaststelt in overeenstemming met [zijn] doelstelling van een inflatiecijfer op middellange termijn onder maar dicht bij 2%’. Het ‘open’ karakter van het uitgebreid programma voor de aankoop van activa getuigt van de vastberadenheid van het Eurosysteem om zoveel als nodig te handelen. Aangezien dat open karakter een invloed heeft op de verwachtingen van de economische subjecten, fungeert het als automatische stabilisator die de onzekerheid op het vlak van inflatie doet afnemen en draagt het bij tot een stevige verankering van die verwachtingen.

De Raad van Bestuur bleef vervolgens zijn bereidheid onderstrepen om gebruik te maken van alle in het kader van zijn mandaat beschikbare instrumenten om, indien nodig, te reageren op een (nieuwe) ongegronde verkrapping van het monetair beleid.

PUBLICATIE VAN VERSLAGEN

Het debat over de publicatie van de notulen van de beraadslagingen van de Raad van Bestuur heeft sinds de oprichting van de Europese Centrale Bank reeds veel inkt doen vloeien. De initiële beslissing om geen volledig verslag van de monetairbeleidsvergaderingen te publiceren, lag meer dan eens onder vuur en deed tal van waarnemers besluiten dat de ECB minder transparant was dan de andere centrale banken.

Aan die beslissing lagen diverse argumenten ten grondslag. Ten eerste was er vóór de oprichting van de monetaire unie geen enkele centrale bank uit de landen van het eurogebied die de notulen van de beraadslagingen van haar besluitvormingsorgaan publiceerde. Ten tweede had de ECB, in tegenstelling tot andere centrale banken zoals de Federal Reserve, ervoor geopteerd haar besluiten systematisch onmiddellijk na de vergaderingen van de Raad van Bestuur toe te lichten en te rechtvaardigen, via een verklaring en een persconferentie van de voorzitter, met inbegrip van een vragenronde. Het leek derhalve niet essentieel om ex post toelichting en rechtvaardiging te verschaffen aan de hand van notulen die met een vertraging van verscheidene weken zouden worden gepubliceerd. Ten derde werd ervan uitgegaan dat de publicatie van notulen afbreuk zou kunnen doen aan het vrijmoedig en open karakter van de discussies. De niet-openbare besprekingen werden immers beschouwd als een waarborg voor de onafhankelijkheid van de leden van de Raad van Bestuur en moesten ertoe bijdragen dat zij een Europees en geen nationaal perspectief zouden bewaren. Bovendien bestond bij publicatie van de notulen het gevaar dat het ware debat naar de informele vergaderingen van de Raad van Bestuur zou verschuiven,

(1) Voor een uitvoeriger bespreking van de forward guidance van de ECB, zie Praet (2013).

wat die notulen aanzienlijk minder relevant zou hebben gemaakt (Bini-Smaghi en Gros, 2001). Ten slotte werd, op grond van internationale ervaringen, geopperd dat de publicatie van notulen niet noodzakelijk bijdroeg tot de doelmatigheid van het monetair beleid, noch tot een beter begrip van de besluiten ter zake. Integendeel, het ex post openbaar maken van de beraadslagingen zou de aandacht van de media en van het publiek kunnen toespitsen op de meningsverschillen tussen de leden van het monetairbeleidscomité, ten koste van de inhoudelijke kwesties inzake de monetairbeleidsvoering.

Die argumentatie is weliswaar niet helemaal irrelevant geworden, maar ze is inmiddels wel gedeeltelijk achterhaald. Zo begonnen verscheidene centrale banken hun monetairbeleidsbeslissingen onmiddellijk toe te lichten en te rechtvaardigen, zonder evenwel af te zien van de publicatie van notulen. Bovendien toonden verschillende auteurs aan dat de publicatie van notulen nuttige informatie verschafte en bijdroeg tot de vorming van de verwachtingen inzake de toekomstige monetairbeleidsbeslissingen (voor een overzicht van de literatuur ter zake, zie Kedan en Stuart, 2014). Bovendien zijn de economische omgeving en de monetairbeleidsvoering de afgelopen jaren veel ingewikkelder geworden. De onzekerheid is toegenomen, net als de meningsverschillen tussen de leden van de monetairbeleidscomités.

Tegen die achtergrond achtte de Raad van Bestuur van de ECB het noodzakelijk zijn communicatie uit te breiden, en met name meer uitleg te verschaffen over de redeneringen die aan zijn beslissingen ten grondslag liggen. Na rijp beraad kondigde de Raad in juli 2014 aan dat de verslagen van de monetairbeleidsvergaderingen vanaf januari 2015 zouden worden gepubliceerd. De Raad oordeelde dat het publiek en de markten dankzij dergelijke documenten de reactiefunctie van de Raad van Bestuur, zijn beoordeling van de economie en de antwoorden op de economische en financiële ontwikkelingen beter zouden begrijpen (ECB, 2014a). De verslagen dragen zodoende zowel bij tot de verantwoordingsplicht van de monetaire autoriteit als tot de efficiëntievereiste van het monetair beleid.

De verslagen bestaan uit twee duidelijk onderscheiden kernonderdelen. Het eerste beschrijft de recente financiële, economische en monetaire ontwikkelingen en omvat de beschikbare beleidsopties. Het tweede is een samenvatting van de besprekingen binnen de Raad van Bestuur, de belangrijkste geopperde argumenten en de goedgekeurde monetairbeleidsbeslissingen. Om de onafhankelijkheid van de leden, die handelen op persoonlijke titel en niet als vertegenwoordiger van hun land, niet in het gedrang te brengen, alsook om de collegialiteit

van de beraadslagingen te bewaren, werd besloten de interventies niet met naam te vermelden en het resultaat van eventuele stemmingen niet openbaar te maken. Zodoende vormt het Eurosysteem een uitzondering onder de belangrijkste centrale banken van de geavanceerde economieën. Om te kunnen beoordelen in hoeverre instemming bestaat met de geuite meningen en goed-gekeurde besluiten, werd evenwel afgesproken kwalificatieve aanduidingen te gebruiken. Er worden meer bepaald vier kenmerken gehanteerd om uit te drukken in welke mate de goedgekeurde besluiten worden ondersteund: consensus, meerderheid, ruime meerderheid en unanimititeit. De verslagen moeten worden beschouwd als een aanvulling op – en zeker geen vervanging van – de mededelingen die in real time op de persconferenties worden gedaan (ECB, 2014a).

VERLAGING VAN DE VERGADERFREQUENTIE

Samen met de aankondiging van de publicatie van de verslagen van de monetairbeleidsberaadslagingen, maakte de Raad van Bestuur bekend dat de frequentie van de monetairbeleidsvergaderingen vanaf januari 2015 zou worden teruggebracht naar een cyclus van zes weken. De Raad verduidelijkte dat de niet-monetairbeleidsvergaderingen nog steeds ten minste eenmaal per maand zouden plaatsvinden.

Als reden voor die beslissing verklaarde voorzitter Draghi (ECB, 2014b) dat na elke monetairbeleidsvergadering van de Raad van Bestuur onvermijdelijk mogelijke acties van deze laatste werden verwacht. Hij wees erop dat die verwachtingen tot uiting kwamen in het gedrag van de markten en dat ze op die manier zichzelf zouden kunnen waarmaken, ook al bestond er geen enkel verband met de economische fundamentals. Hij beklemtoonde evenwel dat de Raad van Bestuur de risico's voor de prijsstabiliteit op middellange tot lange termijn beoordeelt, en dat de monetairbeleidsmaatregelen derhalve niet op basis van overwegingen op korte termijn werden genomen. Tegen die achtergrond werd een maandelijkse vergaderfrequentie als overdreven beschouwd. Minder vaak vergaderen werd gezien als de garantie voor een betere afstemming tussen de timing van de besluitvorming en de vorming van de daarmee gepaard gaande verwachtingen. De vermindering van het jaarlijks aantal monetairbeleidsvergaderingen mocht echter geenszins worden opgevat als een signaal dat de Raad van Bestuur oordeelde dat het werk grotendeels gedaan was en dat hij dus minder vaak zou optreden. Indien nodig kon op een ad-hocbasis steeds een spoedvergadering worden bijeengeroepen, zoals in oktober 2008, op het hoogtepunt van de crisis.

Een andere reden om minder vaak te vergaderen, houdt verband met de beslissing een verslag te publiceren.

Uit praktisch oogpunt ging de voorkeur uit naar een termijn van zes weken – en niet van een maand – tussen elke vergadering aangezien op die manier de nodige tijd wordt geboden om een verslag op te stellen dat tijdig informatie verschaft over de eerder goedgekeurde besluiten, zonder echter de vorming van de verwachtingen ten aanzien van toekomstige acties te verstoren.

Los van elke overweging inzake communicatie, maar teneinde in de Raad van Bestuur een efficiënte besluitvorming te waarborgen, zij ten slotte opgemerkt dat op 1 januari 2015 het stemmenroulatiesysteem van kracht is geworden. De Raad van de Europese Unie besliste in 2003 dat het systeem in werking zou treden zodra meer dan achttien gouverneurs van nationale centrale banken zitting zouden hebben in de Raad van Bestuur. Dat is het geval sinds Litouwen op 1 januari 2015 toegetreden is tot het eurogebied. De rotatie houdt in dat het aantal stemmen binnen de Raad van Bestuur beperkt is tot 21 en dat de stemfrequentie van elke gouverneur aangepast wordt aan de hand van de representativiteit van de verschillende lidstaten in de economie van het eurogebied als geheel. Alle gouverneurs blijven evenwel deelnemen aan de vergaderingen en de besprekingen van de Raad. De zes leden van de Directie vallen niet onder het rotatiesysteem en behouden een permanent stemrecht. Voor een gedetailleerde uitleg over het rotatiesysteem, zie ECB (2009).

3. Communicatie, verantwoordelijkheid, efficiëntie en begrijpelijkheid

De recente wereldwijde economische en financiële crisis heeft onmiskenbaar gezorgd voor een verdere verschuiving naar meer transparantie en openheid in de centrale banken. Ze heeft niet enkel geleid tot een intensiever gebruik van de bestaande instrumenten, maar ook tot de ontwikkeling van nieuwe communicatiemiddelen. Bovendien is ze aanleiding geweest tot een ware revolutie in het gebruik van communicatie als monetairbeleidsinstrument. De grote recessie heeft trouwens onbetwistbaar de aanzet gegeven tot een nauwere convergentie van de manier waarop de centrale banken het monetair beleid voeren en, derhalve, van hun communicatie daarover.

Zowel de Federal Reserve als de Bank of Japan, de Bank of England en de ECB streven vandaag de dag een expliciete kwantitatieve inflatiedoelstelling na en publiceren binnen een redelijke termijn een exhaustief verslag over de beraadslagingen van hun monetairbeleidscomité. Alle comités/raden van die centrale banken leggen na hun vergaderingen systematisch een verklaring of toelichting

af en geven – of gaven – indicaties over hun toekomstige monetairbeleidskoers. Weldra zullen ze allemaal over kwartaalprojecties beschikken voor de inflatie en het bbp van hun respectieve economieën – ongeacht of ze afkomstig zijn van hun medewerkers of hun leden – en zullen ze acht keer per jaar bijeenkomen. De belangrijkste verschillen op het gebied van communicatie tussen die vier centrale banken zullen binnenkort enkel nog te maken hebben met de transparantie over de wijze waarop de beslissingen worden genomen en met de min of meer expliciete aard van de indicaties over hun toekomstige monetairbeleidskoers.

Hoewel er niet de minste twijfel over bestaat dat de centrale banken in de recente periode méér zijn gaan communiceren, rijzen er uit kwalitatief oogpunt twee fundamentele vragen: in hoeverre juist heeft het de democratische verantwoordelijkheid van de monetaire autoriteiten versterkt? En in welke mate heeft het bijgedragen tot een efficiënter monetair beleid? Hier is de bestaansreden van de transparantie van de centrale banken in het geding: de democratische verantwoordelijkheid en de efficiëntie van het monetair beleid, die ten grondslag liggen aan betere economische resultaten. Een allesomvattend en definitief antwoord op deze vragen gaat het bestek van dit artikel te buiten. Niettemin is het relevant nog even stil te staan bij een belangrijke factor waar soms geen rekening mee wordt gehouden: de begrijpelijkheid van de communicatie van de centrale banken.

De monetaire autoriteiten hebben, in een meer complexe en onzekere economische omgeving, alles in het werk gesteld om toelichting te verschaffen en gerust te stellen. Het is echter de vraag of hun toegenomen transparantie niet ten koste is gegaan van de duidelijkheid van hun verklaringen? Een toegankelijke communicatie is cruciaal, zowel uit het oogpunt van de democratische verantwoordelijkheid als uit dat van de efficiëntie van het monetair beleid. Ze moet immers niet alleen het grote publiek inzicht verschaffen in de economische situatie en het optreden van de centrale bank, maar ook de markten in staat stellen de monetairbeleidskoers te beoordelen en erop te anticiperen. Een welbegrepen beleid waarop correct wordt geanticipeerd, ligt ten grondslag aan een verantwoordelijk en efficiënt beleid dat de economische subjecten ertoe brengt de beste investerings- en consumptiebeslissingen te nemen met inachtneming van de geldende economische en financiële situatie en de desbetreffende vooruitzichten.

Het is interessant de duidelijkheid van de verklaringen van de monetairbeleidscomités te analyseren op basis van de Flesch-Kincaid grade level, een index waarmee de moeilijkheidsgraad van een Engelse tekst wordt beoordeeld op basis

van de zinslengte en het aantal lettergrepen per woord. Concreet komt de behaalde score overeen met het aantal jaren onderwijs die doorgaans vereist zijn om de tekst te begrijpen – volgens het Amerikaans onderwijssysteem. Een score van 12 betekent bijvoorbeeld dat de tekst begrijpelijk is voor iemand die de verplichte leertijd achter de rug heeft en bijgevolg ongeveer 18 jaar is. Die index wordt hier gebruikt om het verloop in de tijd te bestuderen van de begrijpelijkheid van de monetairbeleidsverklaringen van het FOMC, van het Comité voor het monetair beleid van de Bank of Japan en van de Raad van Bestuur van de ECB⁽¹⁾.

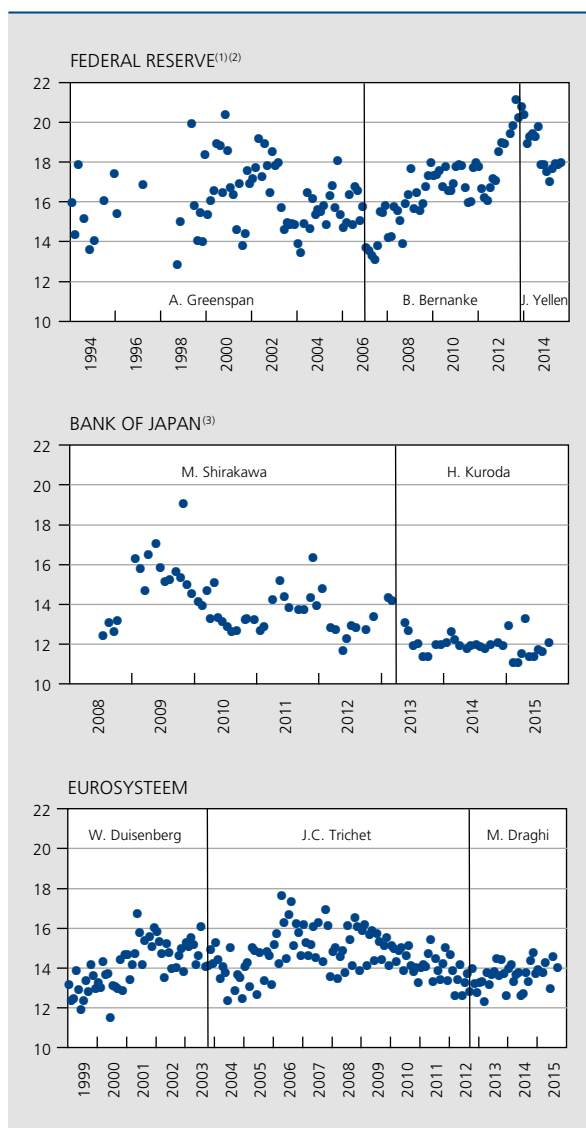
Uit de resultaten blijkt dat de complexiteit van de uitspraken van de Federal Reserve in de loop der jaren doorgaans sterk verschilde. Hoewel er tussen 1994 en 2007 geen duidelijke tendens te zien was, werden die uitspraken vanaf eind 2008, toen de Federal Reserve een beleid van kwantitatieve versoepeling begon te voeren, steeds ingewikkelder. Terwijl iemand in de periode 2006-2008 ongeveer 15 jaar moest hebben gestudeerd om probleemloos een verklaring van het FOMC te begrijpen, was dat tijdens de periode 2009-2011 opgelopen tot 17 jaar, en voor de periode 2012-2014 tot bijna 19 jaar. Sinds Janet Yellen in februari 2014 voorzitter werd, lijkt er echter een vereenvoudigingstendens te hebben ingezet. Desondanks zijn er volgens onze analyse op dit ogenblik zowat 18 jaar studie nodig om een verklaring van de Federal Reserve te begrijpen, wat neerkomt op een scholingsniveau dat ongeveer zes jaar hoger onderwijs omvat.

De berichten van het Comité voor het monetair beleid van de Bank of Japan blijken de afgelopen jaren iets toegankelijker te zijn geworden, ondanks de vele niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen die werden genomen. Zo waren er tussen juli 2008 en maart 2013, toen Masaaki Shirakawa gouverneur was, ongeveer 14 jaar studie nodig om probleemloos de monetairbeleidsverklaringen van de Bank of Japan te begrijpen. Sinds Haruhiko Kuroda aan het hoofd van de instelling staat, lijkt 12 jaar voldoende te zijn.

Voor de Raad van Bestuur van de ECB varieert het vermoedelijke aantal studie jaren dat vereist is om de inleidende verklaringen probleemloos te begrijpen, blijkbaar in de loop van de tijd, zij het binnen een smallere marge dan voor de verklaringen van het FOMC. In tegenstelling tot die van de Federal Reserve lijken de berichten van de ECB

(1) De verklaringen werden bestudeerd vanaf februari 1994 voor het FOMC, vanaf juli 2008 voor de Bank of Japan en vanaf januari 1999 voor het Eurosysteem. De Bank of England legt geen verklaringen af naar aanleiding van de beslissingen van haar monetairbeleidscomité maar legde vanaf augustus 2015 een samenvatting van de beraadslagingen van het Comité neer. Ze werd derhalve niet in de analyse opgenomen. De oefening werd uitgevoerd met een onlineprogramma: http://www.online-utility.org/english/readability_test_and_improve.jsp. De voor iedere verklaring geteste informatie omvat sensu stricto monetairbeleidsinformatie. Titels, datums, extra informatie en resultaten van de eventuele stemmingen in de comités werden buiten beschouwing gelaten.

GRAFIEK 3 VERKLARINGEN VAN DE MONETAIRBELEIDSCOMITÉS
(Flesch-Kincaid grade level index)



Bronnen: Federal Reserve, Bank of Japan, ECB, eigen berekeningen.

- (1) Het FOMC begon in februari 1994 met het afleggen van verklaringen, maar doet dit pas sinds mei 1999 op systematische wijze.
- (2) De verkregen resultaten verschillen gedeeltelijk van de bevindingen in de studie die werd uitgevoerd door Hernández Murillo en Shell (2014). Dat is met name het geval voor de periode waarin Alan Greenspan aan het hoofd van de Federal Reserve stond. Navraag bij de auteurs leert dat de verschillen voornamelijk toe te schrijven waren aan een andere selectie van de geanalyseerde teksten. In mindere mate kunnen ook verschillen in de testprogramma's een rol hebben gespeeld.
- (3) Vanwege hun gering aantal is geen rekening gehouden met de vóór juli 2008 afgelegde verklaringen.

bovendien niet complexer te zijn geworden sinds de crisis. Integendeel, de verklaringen van de Raad van Bestuur blijken sinds 2007 gemiddeld beschouwd zelfs veeleer toegankelijker te zijn geworden: terwijl tussen 2006 en 2007 nog ongeveer 16 jaar studie nodig bleek om een inleidende verklaring te begrijpen, is dat sinds 2012 gemiddeld nog slechts 14 jaar.

Behalve voor de Federal Reserve ziet het er naar uit dat de begrijpelijkheid van de verklaringen van de monetairbeleidscomités niet te lijden heeft gehad onder de complexiteit van de economische omgeving en de recente monetairbeleidsbeslissingen. De communicatie van zowel de Bank of Japan als het Eurosysteem zou de afgelopen jaren zelfs iets duidelijker zijn geworden. Hoewel het hier om geruststellende ontwikkelingen gaat, kunnen echter twee kanttekeningen worden gemaakt.

Ten eerste kan worden opgemerkt dat de Flesch-Kincaid-index weliswaar rekening houdt met de lengte van de woorden en de zinnen, twee factoren waarvan wordt erkend dat ze de leesbaarheid bepalen, maar niet met de context waarin de woorden worden gebruikt, noch met het kennisniveau dat nodig is om een tekst te begrijpen. Er mag dus worden aangenomen dat de index de moeilijkheidsgraad van de verklaringen van de monetairbeleidscomités in zekere mate onderschat. Ten tweede kan worden gesteld dat hoewel de toegankelijkheid van de monetairbeleidsverklaringen deels verbeterd is, ze nog niet binnen ieders bereik liggen. Met name voor het eurogebied zij opgemerkt dat het gemiddeld aantal studiejaar in 2012 11,2 bedroeg⁽¹⁾, aanzienlijk lager dus dan 14. Ter vergelijking: het is interessant vast te stellen dat, volgens de Flesch-Kincaid-index, de meest recente State of the Union door de Amerikaanse president Barack Obama in januari 2015 een score van 9,3 behaalde⁽²⁾. Daaruit blijkt dat de centrale banken nog over enige ruimte beschikken om hun boodschappen toegankelijker te maken.

Het staat vast dat de verklaringen van de monetairbeleidscomités niet de enige informatiebron zijn over de economische situatie en de monetairbeleidsvoering; er verschijnen immers tal van publicaties waarin wordt getracht de doelstellingen en de activiteiten van de centrale banken aan een zo ruim mogelijk publiek uit te leggen. Als instrumenten bij uitstek om nieuwe monetairbeleidsbeslissingen aan te kondigen, zijn de verklaringen evenwel bijzondere communicatiemiddelen. Het is ongetwijfeld een belangrijke uitdaging die teksten goed begrijpelijk te maken zonder de complexiteit van de economische omgeving en de genomen beslissingen te veronachtzamen. Deze uitdaging is des te groter voor het Eurosysteem daar dit laatste zich niet alleen tot

verscheidene doelgroepen richt, maar ook tot diverse en uiteenlopende culturen.

Conclusie

Hoewel de centrale bankiers gedurende het grootste deel van de twintigste eeuw een strikte geheimhouding handhaafden, vinden ze het tegenwoordig een eerezaak hun beweegredenen duidelijk verstaanbaar toe te lichten. Vandaag de dag wordt de communicatie over het monetair beleid beschouwd als een democratische verantwoordelijkheid van de centrale bank, die een welomlijnd mandaat heeft gekregen en over een grote onafhankelijkheid beschikt om dat mandaat te vervullen. Omdat de communicatie de verwachtingen van de economische subjecten in niet onbelangrijke mate mee stuurt, geldt ze bovendien als een uitgelezen ingrediënt van een efficiënt monetair beleid.

Vanaf medio jaren zeventig tekende zich in de monetairbeleidsvoering een verschuiving naar meer transparantie af, in het kader van een grotere aandacht voor prijsstabiliteit. De ware revolutie vond echter plaats aan het begin van de jaren negentig, samen met de invoering van de inflation targeting strategie, en zou in de jaren 2000 worden gevolgd door een nieuwe golf van openheid.

In de nasleep van de recente economische en financiële crisis kregen de transparantie en openheid van de centrale banken een nieuwe impuls. De grote recessie leidde tot een intensiever gebruik van de bestaande instrumenten, maar ook tot de ontwikkeling van nieuwe communicatiemiddelen. Bovendien ligt ze ten grondslag aan een ware revolutie in het gebruik van communicatie als monetairbeleidsinstrument. En tot slot heeft ze onmiskenbaar de aanzet gegeven tot een nauwere convergentie van de wijze waarop de centrale banken het monetair beleid voeren en, bijgevolg, van hun communicatie daarover.

Behalve voor de Federal Reserve, ziet het er naar uit dat de begrijpelijkheid van de verklaringen van de monetairbeleidscomités niet te lijden heeft gehad onder de complexiteit van de economische omgeving en van de recente monetairbeleidsbeslissingen. De communicatie van zowel de Bank of Japan als het Eurosysteem zou de afgelopen jaren zelfs iets verduidelijkt zijn. Dat stemt tot geruststelling aangezien een welbegrepen beleid, waarop correct wordt geanticipeerd, ten grondslag ligt aan een verantwoordelijk en efficiënt beleid. Dat betekent evenwel niet dat de monetairbeleidsverklaringen binnen ieders bereik liggen en er lijkt nog veel ruimte beschikbaar te zijn om ze begrijpelijker te maken.

(1) Gewogen gemiddelde aan de hand van de omvang van de bevolking op basis van data gepubliceerd door Unesco voor België, Cyprus, Duitsland, Frankrijk, Italië, Litouwen, Malta, Nederland, Portugal, Slovenië en Spanje.

(2) Er zij opgemerkt dat ondanks de inspanningen van de centrale banken inzake communicatie de kennis van het grote publiek over het monetair beleid zeer beperkt blijft. Zo besluiten Van der Cruysen et al. (2015) op basis van een bij Nederlandse gezinnen gehouden enquête dat heel weinig mensen op de hoogte zijn van de monetairbeleidsdoelstellingen van het Eurosysteem, maar ook dat een niet-verwaarloosbaar percentage van de bevolking niet noodzakelijk informatie ter zake wenst te ontvangen. De resultaten van hun onderzoek lijken er echter op te wijzen dat kennis over het monetair beleid een niet-verwaarloosbare rol speelt in de vorming van de inflatieverwachtingen. Ze onderstrepen met name het belang van de media in het vergaren van die kennis.

Gelet op een onderliggende trend die sinds het midden van de jaren zeventig nooit is gelogenstraft en op het grote aantal recentelijk genomen nieuwe initiatieven, is het verstandig zich te beraden over de grenzen van de transparantie van de centrale banken inzake monetair beleid.

Dat thema is niet nieuw. Bepaalde auteurs hebben immers reeds geopperd dat er een optimaal niveau van transparantie bestaat (zie bijvoorbeeld Morris en Shin, 2002 of Van der Cruysen et al., 2010). Boven een bepaalde drempelwaarde worden de economische subjecten mogelijk té afhankelijk van openbare informatie waardoor ze hun eigen informatiebronnen over het hoofd zien, meer bepaald wanneer daar kosten aan verbonden zijn. Bovendien zouden de economische subjecten, als ze overstelpt worden met informatie, misschien niet langer kunnen uitmaken welke elementen het meest relevant

zijn als basis voor hun verwachtingen. Ten slotte zou overinformatie de geloofwaardigheid van de centrale bank mogelijkster in het gedrang brengen omdat haar onzekerheid erdoor in het licht zou worden gesteld.

Het optimale informatiepeil in de monetairbeleidsvoering is uiteraard een rekbaar begrip: het hangt onder meer af van het soort van informatie, de macro-economische omgeving, de mate van onzekerheid, de monetairbeleidsvoering of de transmissiekanalen ervan. Deze laatste variabelen zijn de afgelopen jaren drastisch veranderd. Niettemin is het nog steeds even zinvol de kosten en baten van een verruimde transparantie van het monetair beleid te onderzoeken. De talrijke recente initiatieven hebben hoogstwaarschijnlijk zelfs de relevantie van een dergelijke analyse verhoogd en zodoende nieuwe pistes voor het onderzoek opgeleverd.

TABEL

	Federal Reserve (1913)	Bank of Japan (1882)	Bank of England (1694)	Eurostelsysteem (juni 1998)
Transparantie van het monetairbeleidskader				
Formele verklaring over de doelstelling(en)	Sinds 1977 (Federal Reserve Reform Act): volledige werkgelegenheid, prijsstabiliteit en gematigde langetermijnrente.	Sinds 1998 (Bank of Japan Act): prijsstabiliteit.	Sinds 1998 (Bank of England Act): prijsstabiliteit.	Sedert de oprichting: primaire doelstelling gericht op prijsstabiliteit.
Kwantificering van de doelstellingen	Sinds januari 2012: een inflatiecijfer (PCE) van 2 % op middellange termijn.	Marge vanaf april 2009: CPI-inflatie tussen 0 en 2 %; expliciete kwantificering vanaf februari 2012: inflatiedoelstelling van 1 %; sinds januari 2013: beoogde inflatie van 2 % op middellange/lange termijn.	De prijsstabiliteit wordt elk jaar gedefinieerd door de minister van Financiën. Sinds 2004 bedraagt de doelstelling 2 % voor de CPI-inflatie.	In 1998 vastgestelde en in 2003 verduidelijkte kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit: een inflatie (HICP) van 'minder dan, maar dicht bij 2 %, op middellange termijn'.
Transparantie inzake economische informatie				
Publicatie van de interne projecties voor het bbp en de inflatie	Samenvatting van de projecties van de FOMC-leden die sinds 1979 halfjaarlijks en sinds 2008 driemaandlijks verschijnen: publicatie beschikbaar met de notulen sedert eind 2007 en gecommuniceerd bij de persconferentie van de voorzitter sinds april 2011.	Projecties van de meeste leden van het Comité verschijnen halfjaarlijks sinds oktober 2000 en driemaandlijks vanaf januari 2009.	Kwartaalprojecties van de medewerkers sedert februari 1993; sinds mei 1997 brengt het Comité op kwartaalbasis een collectief oordeel uit.	Projecties van de medewerkers van de ECB / het Eurostelsysteem verschijnen halfjaarlijks sinds december 2000 en driemaandlijks sedert juni 2004.
Publicatie van de individuele projecties van de leden van het Comité	Neen.	Vanaf januari 2016.	Neen.	Neen.
Publicatie van de projecties inzake beleidsrentes	Sinds januari 2012.	Neen.	Neen.	Neen.

Bronnen: Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England, ECB.

TABEL (vervolg 1)

	Federal Reserve (1913)	Bank of Japan (1882)	Bank of England (1694)	Eurostelsysteem (juni 1998)
Transparantie inzake besluitvorming				
Expliciete monetairbeleidstrategie	Sinds januari 2012.	Sinds 2008.	Sinds 1993.	Sedert de oprichting.
Verslag over de beraadslagingen tijdens de vergaderingen over monetair beleid	Sinds 1936. Notulen in hun huidige vorm gepubliceerd sinds 1993; termijn ingekort van ongeveer zes tot drie weken in 2005.	Sinds januari 1998; termijn ingekort op de eerstvolgende vergadering sinds 2008.	Sinds april 1994 (na vijf-zes weken); sedert oktober 1998 na twee weken; onmiddellijk vanaf augustus 2015.	Notulen worden openbaar gemaakt na dertig jaar; verslagen gepubliceerd sinds januari 2015, gewoonlijk na vier weken.
Publicatie van de eventueel in het monetairbeleidsc comité uitgebrachte stemmen	Sinds 2002.	Sinds januari 1998.	Sinds juni 1997.	Neen.
Publicatie van de afschriften inzake de beraadslagingen over monetair beleid	Sinds 1993, na vijf jaar.	Sinds januari 1998, na tien jaar.	Sinds maart 2015, na acht jaar.	Neen.
Transparantie inzake communicatie over de beslissingen				
Onmiddellijke aankondiging van de genomen beslissingen	Sinds februari 1994.	Sinds januari 1998.	Sinds januari 2000.	Sinds januari 1999.
Toelichting bij de genomen beslissingen	Sinds mei 1999.	Sinds juli 2008.	In de notulen.	Sinds januari 1999.
Verklaring na elke vergadering van het Comité	Sinds mei 1999.	Sinds juli 2008.	Neen.	Sinds januari 1999.
Aanwijzingen omtrent de toekomstige monetairbeleidsmaatregelen	Sinds mei 1999.	Neen.	Neen.	Sinds april 2014 ⁽¹⁾ .
Forward guidance	Voor het eerst in 2003.	Voor het eerst in 1999.	Voor het eerst in augustus 2013.	Voor het eerst in juli 2013.

Bronnen: Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England, ECB.
(1) ECB (2014a).

TABEL (vervolg 2)

	Federal Reserve (1913)	Bank of Japan (1882)	Bank of England (1694)	Eurosysteem (juni 1998)
Transparantie bij de tenuitvoerlegging van de maatregelen				
Beoordeling van de resultaten t.o.v. de doelstellingen	Oppervlakkig ⁽¹⁾ .	Oppervlakkig ⁽¹⁾ .	Oppervlakkig ⁽¹⁾ .	Oppervlakkig ⁽¹⁾ .
Beoordeling van de risico's bij de vooruitzichten	Sinds 2000.	Sinds 2008.	Sinds 1993.	Sinds 1999.
Onafhankelijkheid en democratische verantwoordelijkheid				
Onafhankelijkheid	Sinds het Akkoord van 1951 ⁽²⁾ .	Sinds 1998.	Sinds 1997.	Sedert de oprichting.
Hoorzittingen voor het Parlement	Tweemaal per jaar sinds 1975.	Geregeld sinds 1998.	Geregeld sinds 2003.	Viermaal per jaar sinds 1999.
Frequentie van de vergaderingen van het monetairbeleidsc comité	Achtmaal per jaar sinds 1981.	Veertien keer per jaar sinds 1998; achtmaal vanaf 2016.	Twaalf keer per jaar sinds 1997; achtmaal vanaf 2016.	Twaalf keer per jaar van 1999 tot 2014; achtmaal vanaf 2015.

Bronnen: Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England, ECB.

(1) Bron: Dincer en Eichengreen, 2013.

(2) Akkoord tussen de Schatkist en de Federal Reserve. De onafhankelijkheid van de Federal Reserve werd versterkt vanaf 1977 en de hervorming van de Federal Reserve Act.

Bibliografie

- Bank of England (2013), *Monetary policy trade-offs and forward guidance*, August.
- Bank of Japan (2013a), *Background note regarding the Bank's thinking on price stability*, January.
- Bank of Japan (2013b), *Quantitative and Qualitative Monetary Easing*, Speech by Governor Kuroda at a meeting held by the Yomiuri International Economic Society in Tokyo.
- Bini-Smaghi L. en D. Gros (2001), *Is the ECB sufficiently accountable and transparent?*, ENEPRI Working Paper 7.
- Boeckx J., N. Cordemans en M. Dossche (2013), 'Oorzaken en implicaties van een lage risicoloze rente', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 65-92.
- 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.
- Brunner K. (1981), 'The Art of Central Banking' in Hermann Göppl and Rudolf Henn, eds., *Geld, Banken und Versicherungen*, Volume 1, Königstein, 1981.
- Chant J. (2003), 'The Bank of Canada: Moving towards transparency', *Bank of Canada Review*, Spring, 5-13.
- Cordemans N. en S. Ide (2014), 'Normalisering van het monetair beleid: vooruitzichten en verschillen', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 31-55.
- Cukierman A. (2009), 'The Limits of Transparency', *Economic Notes* 38 (1-2), 1-37.
- Cukierman A. en A. Meltzer (1986), 'A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information', *Econometrica* 54 (4), 1099-1128.
- Dincer N. en B. Eichengreen (2007), *Central Bank Transparency: Where, Why and with What Effect?*, NBER Working Paper 13003.
- Dincer N. en B. Eichengreen (2014), 'Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures', *International Journal of Central Banking*, March, 189-253.
- ECB (2002), 'Transparency in the monetary policy of the ECB', *Monthly Bulletin*, November, 59-66.
- ECB (2009), 'Rotation of voting rights in the Governing Council of the ECB', *Monthly Bulletin*, July, 91-99.
- ECB (2014a), *Monetary policy communication in turbulent times*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, at the Conference for De Nederlandsche Bank 200 years: Central banking in the next two decades, Amsterdam, 24 April.
- ECB (2014b), *Introductory statement*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, Press conference, 3 July.
- ECB (2014c), *Unemployment in the euro area*, Speech by Mr Mario Draghi, President of the ECB, at the Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August.
- Eijffinger S. en P. Geraats (2006), 'How Transparent Are Central Banks?', *European Journal of Political Economy*, 22 (1), 1-21.

Engen E., T. Laubach en D. Reifschneider (2015), *The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies*, Finance and Economic Discussion Series 2015-005, Board of Governors of the Federal Reserve System, 14 January.

Federal Reserve Board (2004a), *Fedspeak*, remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Meetings of the American Economic Association, San Diego, California, 3 January.

Federal Reserve Board (2004b), *Central Bank Talk and Monetary Policy*, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Japan Society Corporate Luncheon, New York, 7 October.

Geraats P. (2013), *Monetary Policy Transparency*, Paper prepared for the Handbook of Economic and Institutional Transparency, University of Cambridge.

Goodfriend M. (1986), 'Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking', *Journal of Monetary Economics*, 17(1), 63-92.

Hernandez-Murillo R. en H. Shell (2014), 'The Rising Complexity of the FOMC Statement', *Economic Synopses*, Federal Reserve Bank of St. Louis, issue 23.

Issing O. (1999), *The monetary policy of the ECB: Stability, transparency, accountability*, Speech at the Royal Institute of International Affairs, London, October.

Issing O. (2005), 'Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty First Century', *Federal Reserve Bank of St. Louis review*, 87 (2, Part 1), March/April, 65-83.

Kedan D. en R. Stuart (2014), *Central Bank Minutes*, Central bank of Ireland, Economic letter series 12.

Mishkin F. S. (2004), *Can Central Bank Transparency Go Too Far?*, NBER, Working Paper 10829, October.

Mishkin F. en K. Schmidt-Hebbel, (2001), *One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?*, NBER, Working Paper 8397, July.

Morris S. en H. S. Shin, (2002), 'Social Value of Public Information', *American Economic Review*, 92(5), 1521-1534.

Posen A. (1997), *Lessons from the Bundesbank on the Occasion of its 40th (and Second to Last?) Birthday*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper 97-4.

Praet P. (2013), 'Forward Guidance and the ECB'. Column van Peter Praet, lid van de Directie van de ECB, gepubliceerd op VoxEU.org op 6 augustus 2013.

Van der Cruijssen C., S. Eijffinger en L. Hoogduin (2010), 'Optimal Central Bank Transparency', *Journal of International Money and Finance* 29, 1482-1507.

Van der Cruijssen C., D.-J. Jansen en J. de Haan (2015), 'How much does the general public know about the ECB's monetary policy? Evidence from a survey of Dutch households', *International Journal of Central Banking*, 11(5).

Woodford M. (2003), *Interest and Prices*, Princeton University Press, September.

Woodford M. (2012), *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, September.

Voornaamste resultaten van het onderzoeksnetwerk CompNet

E. Dhyne
C. Duprez
C. Fuss

Inleiding

Het onderzoeksnetwerk Competitiveness Network (CompNet) werd in 2012 door het Europees Stelsel van Centrale Banken opgericht met als voornaamste doelstelling de factoren te onderzoeken die bepalend zijn voor het concurrentievermogen en de productiviteit van de Europese landen en ondernemingen alsook na te gaan wat het verband is tussen die concurrentievermogensfactoren en de macro-economische resultaten (bijvoorbeeld de uitvoer of de groei). Tot dat onderzoeksnetwerk behoren ruim honderd onderzoekers afkomstig uit een vijftigtal instellingen (centrale banken, Europese Commissie, internationale instellingen, universiteiten), die zich buigen over het thema van het concurrentievermogen, alsook om een beter begrip te krijgen van het verloop van de mondiale productieketens. Een bijzondere inspanning werd geleverd om nieuwe indicatoren te creëren. De Nationale Bank van België heeft tal van bijdragen geleverd, zowel inzake het opstellen van de statistieken als op wetenschappelijk niveau, getuige de lijst van publicaties door medewerkers van de Bank of van publicaties die dankzij de steun van de Bank tot stand zijn gekomen⁽¹⁾.

Ter aanvulling van de diverse bestaande onderzoekskanalen zijn binnen het onderzoeksnetwerk CompNet twee nieuwe analyse-instrumenten uitgewerkt: de *diagnostic toolkit on competitiveness*, enerzijds, en de gegevensbank CompNet, anderzijds.

Het eerste instrument is een gegevensbank die tachtig binnen CompNet ontwikkelde nieuwe indicatoren voor het concurrentievermogen bevat, ongeacht of het daarbij gaat om macro-economische indicatoren (indicatoren van

comparatieve voordelen per type product – producten met een hoog technologisch gehalte, producten met een laag technologisch gehalte, halffabricaten – of indicatoren voor de handel tussen bedrijfstakken, enz.), micro-economische indicatoren (voornamelijk afkomstig van de gegevensbank CompNet) of transnationale indicatoren (indicatoren voor de participatie aan de mondiale waardeketens) voor de EU-landen. Voor iedere indicator wordt een steekkaart opgesteld waarop hij wordt gedefinieerd, waarop wordt uitgelegd op welke manier hij wordt berekend en hoe hij kan worden geïnterpreteerd. Die toolkit wordt toegelicht door Karadeloglou *et al.* (2015).

Het tweede instrument is de gegevensbank CompNet⁽²⁾, die wordt voorgesteld door Lopez-Garcia *et al.* (2014 en 2015). Deze gegevensbank bevat voor 17 Europese landen (waaronder 13 lidstaten van het eurogebied) de gedetailleerde beschrijving van een reeks indicatoren voor de ondernemingen⁽³⁾. Aangezien het samenvoegen van micro-economische gegevensbanken afkomstig van diverse landen voor juridische problemen zorgt, heeft CompNet een gemeenschappelijke methodologie uitgewerkt om in ieder deelnemend land een reeks geaggregeerde statistieken samen te stellen op basis waarvan de statistische verdeling van een aantal op het niveau van de ondernemingen vastgestelde economische indicatoren (totale

(1) Deze lijst van publicaties bevat met name Amador *et al.* (2015a), Amiti *et al.* (2014), Ariu (2012, 2015), Berthou *et al.* (2015a), Berthou *et al.* (2015b), Decramer *et al.* (2014), Di Comite *et al.* (2014), Dhyne *et al.* (2014), Dhyne *et al.* (2015), Duprez (2014), Vandenbussche (2014) en Verschelde *et al.* (2014).

(2) Onder bepaalde voorwaarden kan deze gegevensbank op verzoek worden geraadpleegd bij de ECB (cf. 'Internal governance rule for the use of Compnet produced firm-level data', BCE).

(3) De periode waarop deze gegevensbank betrekking heeft, verschilt van land tot land. De gegevens worden jaarlijks bijgewerkt. Voor België werden de resultaten het laatst geüpdatet voor de periode 1996-2013.

factorproductiviteit, arbeidsproductiviteit, loonkosten per eenheid product, uitvoer, marges) of financiële indicatoren zo gedetailleerd mogelijk wordt beschreven. Die verdelingen zijn beschikbaar op nationaal of sectoraal niveau, zowel voor de industrie als voor de diensten, en voor sommige categorieën van ondernemingen (kmo's en grote ondernemingen). De verschillende onderdelen van deze gegevensbank zijn opgenomen in een aantal publicaties, waaronder Berthou *et al.* (2015b) voor de indicatoren betreffende de uitvoerresultaten, Ferrando *et al.* (2015) voor de financiële indicatoren en Amador *et al.* (2015a) voor de margevoeten.

Het is de bedoeling in dit artikel bepaalde resultaten van het onderzoeksnetwerk CompNet nader toe te lichten⁽¹⁾. Het bestaat uit zes hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk wordt het begrip concurrentievermogen gedefinieerd, terwijl in de drie volgende hoofdstukken de voornaamste determinanten worden geanalyseerd van het concurrentievermogen, namelijk de productiviteit, het kostenconcurrentievermogen (dat gewoonlijk wordt gemeten door de arbeidskosten per eenheid product) en de niet-kostengerelateerde determinanten van het (bijvoorbeeld de kwaliteit van de geëxporteerde goederen). In het vijfde hoofdstuk wordt nagegaan in welke mate de ondernemingen bijdragen aan het concurrentievermogen en aan de optimale allocatie van de middelen.

Aangezien de wereldwijde reorganisatie van de productieketens tijdens de afgelopen decennia de structuur van de internationale handel grondig heeft gewijzigd, heeft het onderzoeksnetwerk CompNet zich eveneens gebogen over de gevolgen die een en ander heeft voor het concurrentievermogen. Het zesde hoofdstuk bevat de voornaamste conclusies die uit het verloop van de mondiale waardeketens kunnen worden getrokken.

In de conclusie, ten slotte, worden de voornaamste resultaten belicht in termen van economisch beleid.

1. Concurrentievermogen: begrip en indicatoren

Ongeacht of het gaat om een land, een onderneming of een product, is het concurrentievermogen een relatief begrip dat wordt gedefinieerd ten opzichte van de concurrenten van dat land, die onderneming of dat product. Zo wordt het concurrentievermogen van een land als vanzelfsprekend het vaakst geanalyseerd op basis van zijn macro-economische exportresultaten⁽²⁾, of eventueel van de concurrentie van de ingevoerde producten op de lokale markt.

(1) Het eindverslag werd gepubliceerd door de ECB (cf. Di Mauro en Ronchi, 2015).
 (2) De overgrote meerderheid van de micro-economische studies hebben betrekking op de goederenhandel. Voor België kunnen niettemin de artikels van Ariu worden vermeld (2012 en 2015) waarin voor België de dienstenhandel wordt beschreven.

Terwijl de traditionele macro-economische analyse de externe resultaten linkt aan relatieve kostenindicatoren zoals de arbeidskosten per eenheid product of de prijzen, belicht de micro-economische analyse vooral de rol van de productiviteit van de onderneming als de belangrijkste determinant van het succes van deze onderneming op de buitenlandse markten. Beide soorten analyses berusten in feite op dezelfde theoretische premissen. Aangezien niet alle ondernemingen exportbedrijven zijn, beklemtonen de micro-economische modellen de rol van de heterogeniteit van de productiviteit als verklaring voor de verschillen in de uitvoerresultaten van de bedrijven (zie Melitz, 2003). Meer in het algemeen geldt dat het loon in verhouding tot de productiviteit – met andere woorden de arbeidskosten per eenheid product –, op de margevoet na, de prijzen bepaalt. Deze laatste zijn een essentiële factor van de winstgevendheid van het bedrijf. Die micro-economische modellen leggen de nadruk op de productiviteitsverschillen aangezien ze ervan uitgaan dat de lonen homogeen zijn tussen de bedrijven.

$$Prijs = \text{margevoet} \times \frac{\text{Gemiddeld loon}}{\text{Productiviteit}}$$

$$Prijs = \text{margevoet} \times \text{arbeidskosten per eenheid product}$$

of

$$p = \mu \frac{w}{\left(\frac{y}{l}\right)} = \mu \cdot ulc \quad (1)$$

Deze factoren (prijzen, arbeidskosten per eenheid product of productiviteit) vervullen een dubbele rol. Enerzijds gaat toetreding tot een buitenlandse markt gepaard met vaste kosten, bijvoorbeeld als gevolg van de prospectie van een nieuwe markt of van de aanpassing van het product aan de vraag of de voorkeuren van de klanten op die markt. Om naar die markt te kunnen uitvoeren, moet het bedrijf derhalve een voldoende hoge rentabiliteitsdrempel bereiken opdat het zijn vaste kosten zou kunnen dekken. Dit verklaart de – ondertussen algemeen bekende – conclusie dat exportbedrijven doorgaans performanter (productiever) zijn dan die welke niet internationaal actief zijn. Anderzijds zijn de productiviteit of de kosten per eenheid product een essentieel element in de vorming van de productprijzen van de onderneming en, bijgevolg, van haar marktaandeel op de buitenlandse markten. Op die manier komt het verband tot uiting tussen de efficiëntie van de onderneming (hoeveel ze kan produceren op basis van de hoeveelheid inputs die ze inzet) en haar productiekosten per eenheid product. Dat verband is tegelijkertijd bepalend voor de toetreding van het bedrijf tot nieuwe markten (extensieve marge) en de ontwikkeling van zijn export naar die markten (intensieve marge).

Er zij opgemerkt dat ofschoon dit verband tussen de efficiëntie en de kosten in hoge mate bepalend is voor de resultaten die een onderneming op internationaal vlak boekt, er andere niet-kostengebonden factoren zijn die evenzeer de winstgevendheid van die onderneming beïnvloeden, bijvoorbeeld de gepercipieerde kwaliteit van haar producten of de organisatievaardigheid van haar management. Deze niet-kostengebonden factoren zijn even cruciaal om de uitvoerresultaten van de ondernemingen in de geavanceerde economieën te verklaren.

2. Productiviteit en concurrentievermogen

Zoals hierboven vermeld, wordt in de nieuwe theorieën rond de internationale handel volgens Melitz (2003) – theorieën waarin wordt uitgegaan van de heterogeniteit van de ondernemingsresultaten – beklemtoond dat de productiviteit een belangrijke determinant is van de ondernemingsresultaten op de buitenlandse markten. CompNet heeft dus verscheidene van zijn bijdragen gewijd aan productiviteitsindicatoren en aan

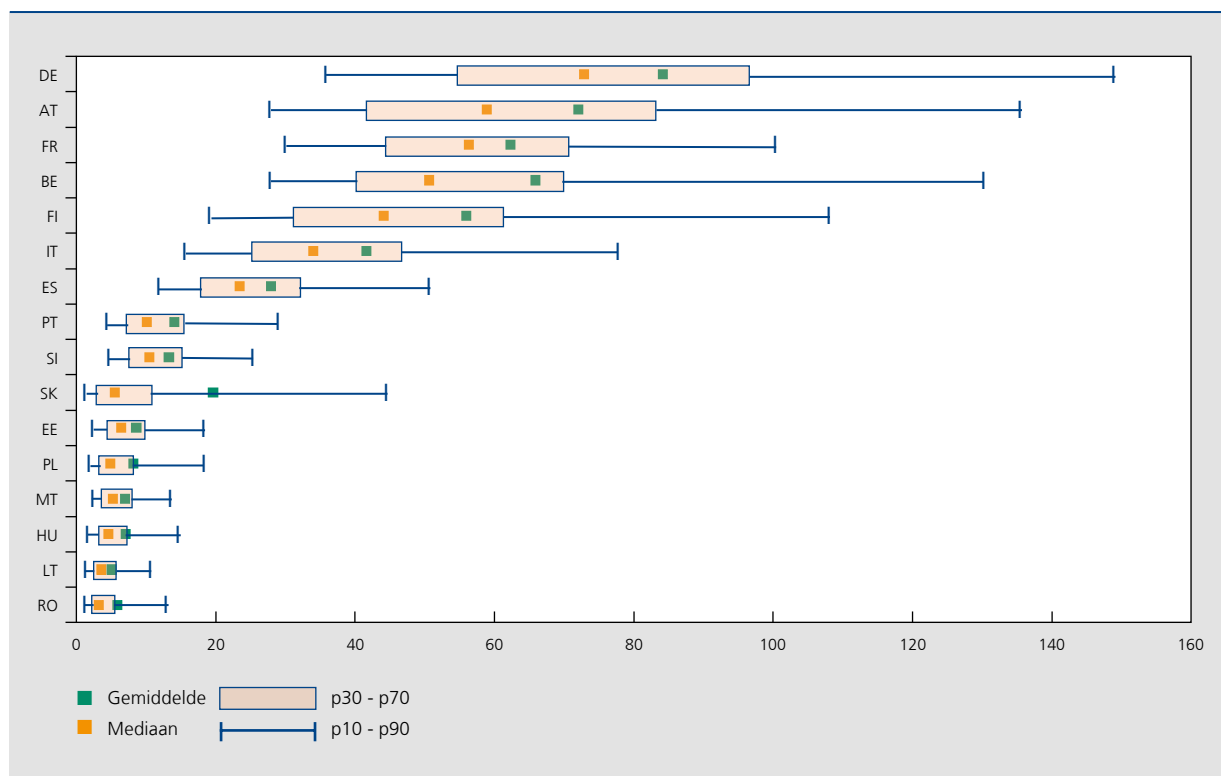
de karakterisering van de productiviteitsverdeling in de landen van de EU.

2.1 Bedrijven met sterk heterogene resultaten

Een van de voornaamste bijdragen van het onderzoeksnetwerk CompNet is de karakterisering van de productiviteitsverdeling in de diverse landen van de EU.

Op basis van een gestandaardiseerde behandeling van de micro-economische informatie die beschikbaar is in ieder land dat deelneemt aan de gegevensbank CompNet, kon de productiviteitsverdeling van de ondernemingen uit de verwerkende nijverheid en uit de marktdiensten in deze verschillende landen worden gekenmerkt teneinde ze op correcte wijze met elkaar te vergelijken. Die oefening heeft tegelijkertijd plaatsgehad voor de arbeidsproductiviteit (gemeten door de verhouding van de toegevoegde waarde tot de werkgelegenheid) en voor de totale factorproductiviteit (TFP) (berekend als de restterm van de raming van een productiefunctie).

GRAFIEK 1 VERDELING VAN DE ZICHTBARE ARBEIDSPRODUCTIVITEIT⁽¹⁾ TUSSEN 2003 EN 2007



Bron: CompNet.

(1) Resultaten gebaseerd op de individuele gegevens van ondernemingen met ten minste 20 werknemers die actief zijn in de verwerkende nijverheid en in de marktdiensten (bedrijfstakken C tot N, met uitzondering van de bedrijfstakken D en E, van de NACE 2008). Gemiddelden van de verschillende momenten van de verdeling van de zichtbare arbeidsproductiviteit, geraamd op het niveau van de tweecijferige NACE-bedrijfstakken over de periode 2003-2007.

Deze internationale vergelijking leert dat de Belgische ondernemingen, gemiddeld beschouwd, tot de meest productieve van de EU behoren, maar dat de productiviteitsverdeling er sterk gespreid en asymmetrisch is. Er zijn echter relatief veel bedrijven die zeer productief zijn. En het is in dit segment van de verdeling dat zich voornamelijk de exportbedrijven bevinden.

2.2 Vergelijkende micro-economische raming van de productie-efficiëntie

De empirisch waargenomen productiviteitsverdelingen geven een heel ander beeld te zien dan de klassieke benadering van de economie die berust op het concept van representativiteit van de gemiddelde onderneming. Ze wijken immers sterk af van een normale verdeling. De verdeling kan dus niet worden getypeerd op basis van het gemiddelde alleen. Ook de heterogeniteit en de vorm van de productiviteitsverdeling zijn essentiële determinanten van het concurrentievermogen.

Hoewel het gemiddelde productiviteitspeil een determinant blijft van de macro-economische resultaten, zijn het immers niet de gemiddelde bedrijven die actief zijn op de internationale markten, maar wel de ondernemingen waarvan de productiviteit een bepaald niveau overstijgt. Bij de diagnose van het concurrentievermogen van een economie moeten dus eveneens andere parameters van de productiviteitsverdeling in aanmerking worden genomen, zoals werd aangetoond door bijvoorbeeld Barba Navaretti *et al.* (2015) en Benkovskis en Bluhm (2015). Uit deze studies blijkt dat de uitvoerresultaten niet alleen afhangen van het gemiddelde productiviteitsniveau van de sector, maar ook van de spreiding en de asymmetrische aard van de productiviteitsverdeling. Met name zullen bedrijfstakken of landen met een identiek gemiddeld productiviteitspeil betere resultaten behalen inzake uitvoer, groei van het reële bbp en TFP, indien een groter aandeel van de ondernemingen er een hoog efficiëntieniveau laat optekenen.

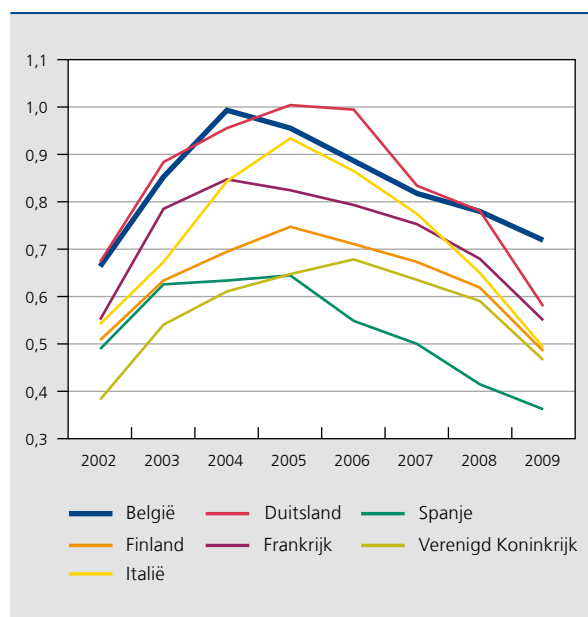
Tot slot kunnen de waarden van een reeks variabelen, zoals de productiviteit per sector en per type van onderneming, van essentieel belang blijken voor de micro-economische analyse van het concurrentievermogen. Zoals wordt onderstreept door Dhyne *et al.* (2014), moet het concurrentievermogen op de buitenlandse markten worden gemeten in verhouding tot de op deze markten aanwezige concurrenten. De positie van een exportonderneming in de verdeling van haar concurrenten op de afzetmarkt is de meest adequate maatstaf van het concurrentievermogen. Omdat er op internationale schaal geen afzonderlijke gegevens

beschikbaar waren, kon het concurrentievermogen in de meeste micro-economische analyses niet op een dermate gedesaggregeerde wijze (naar product of bedrijfstak) worden onderzocht.

Vershelde *et al.* (2014) analyseren de efficiëntieverschillen tussen bedrijven of landen uit het oogpunt van de grens van de productiemogelijkheden. Deze grens wordt gedefinieerd als de maximale productie die kan worden bereikt met een bepaald geheel aan productie-inputs. Aan de hand van ondernemingsgegevens voor zeven Europese landen ramen ze de grens van de productiemogelijkheden van elk land, alsook die van Europa. Hun resultaten wijzen uit dat de grens van de productiemogelijkheden voor bijvoorbeeld de metaalverwerkende nijverheid, in België en in Duitsland hoger ligt dan in de andere beschouwde Europese landen. Tevens moet worden opgemerkt dat de efficiëntieverschillen tussen de landen tussen 2002 en 2009 niet zijn afgenomen.

Volgens deze analyse kan het concurrentievermogen op verschillende manieren worden verbeterd: enerzijds door zo efficiënt mogelijk om te springen met de gebruikte productietechnologie (anders gezegd: door de productiegrens zo dicht mogelijk te benaderen); anderzijds, door efficiëntere technologieën te ontwikkelen (met andere woorden door de productiegrens

GRAFIEK 2 RAMING VAN DE GRENZEN VAN DE PRODUCTIEMOGELIJKHEDEN IN DE METAALVERWERKENDE NIJVERHEID⁽¹⁾



Bron: Vershelde *et al.* (2014).

(1) Gewogen mediaan van de efficiëntiegrens, per land. Een vermindering van de grens betekent dat het verschil tussen een kleine groep zeer productieve bedrijven en de andere ondernemingen toeneemt.

te verplaatsen). Voor de eerste mogelijkheid is een verbetering in het management een voorbeeld, voor de tweede een technologische innovatie. De analyse van de mogelijke oorzaken van de productiviteitsvertraging verduidelijkt dit onderscheid. Recente onderzoeken geven immers aan dat de sterkere vertraging van de productiviteit in Europa dan in de Verenigde Staten veeleer toe te schrijven is aan een minder goede verspreiding van de informatietechnologie dan aan de sectorale samenstelling van het bbp, de minder gunstige ontwikkeling van het menselijk kapitaal of de openheid voor de internationale handel. Ook de omvang van de ondernemingen en de manier waarop ze worden geleid zijn sleutelfactoren voor de aanvaarding van nieuwe technologieën.

2.3 Uitvoer en productiviteit

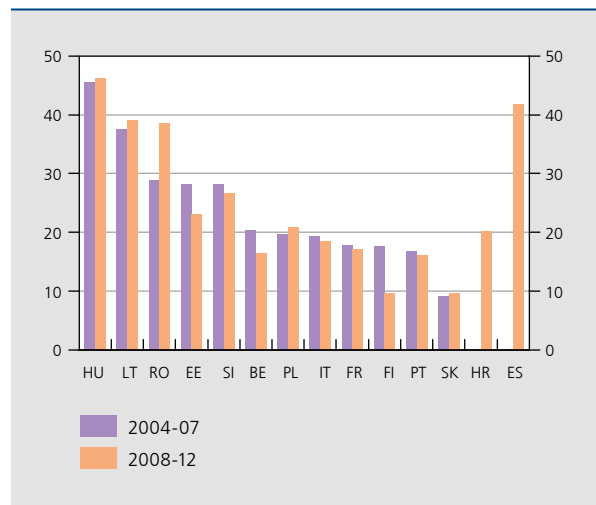
Naast de verdeling van een aantal indicatoren, zoals de in grafiek 1 weergegeven zichtbare arbeidsproductiviteit, bevat de CompNet-databank eveneens een module 'Internationale handel', die de situatie inzake uitvoer van de industriële ondernemingen in 15 Europese landen beschrijft.

Op grond van de voor deze module verzamelde gegevens (in detail toegelicht door Berthou *et al.*, 2015b) kan bijvoorbeeld worden vastgesteld dat in de 15 Europese landen ⁽¹⁾ die aan deze module hebben meegewerkt, één industriële onderneming op vier ten minste 0,5 % van haar productie uitvoert (het peil in België stemt overeen met het gemiddelde). In 2010 vertegenwoordigde de uitvoer gemiddeld 46 % van de omzet van de exporterende industriële ondernemingen (51 % in België, waar de ondernemingen meer open lijken te staan m.b.t. de internationale vraag). De uitvoer van een land is evenwel sterk geconcentreerd. Zo namen in België de tien grootste industriële exporteurs in 2008 iets meer dan 20 % van de totale uitvoer van de industrie voor hun rekening.

De exportbedrijven onderscheiden zich duidelijk van de andere ondernemingen. Op basis van vergelijking (1) is de productiviteit van de onderneming duidelijk een belangrijke determinant van haar concurrentievermogen. Dit theoretische verband, dat in tal van micro-economische onderzoeken werd aangetoond, komt eveneens tot uiting in de CompNet-databank. Voor het geheel van de 15 landen die hebben deelgenomen aan de module 'Internationale handel' van de

(1) Namelijk België, Estland, Finland, Frankrijk, Hongarije, Italië, Kroatië, Litouwen, Malta, Polen, Portugal, Roemenië, Slovenië, Slowakije en Spanje.

GRAFIEK 3 PRODUCTIVITEITSVERSCHILLEN TUSSEN EXPORTERENDE EN NIET-EXPORTERENDE ONDERNEMINGEN (IN %) ⁽¹⁾



Bronnen: Berthou *et al.* (2015b), CompNet.

(1) De gegevens voor Spanje berusten op exportgegevens die niet werden gecorrigeerd voor de veranderingen in de aangiftdrempels voor de transacties tussen Europese landen tijdens de beschouwde periode. De exportgegevens voor de andere landen werden voor deze veranderingen gecorrigeerd. De gegevens voor Malta zijn niet in deze grafiek opgenomen.

CompNet-databank, zijn de exporterende industriële ondernemingen 20 % productiever dan de bedrijven die alleen op de binnenlandse markt actief zijn. Dit productiviteitsverschil van 20 % tussen exporterende en niet-exporterende ondernemingen wordt ook in België opgetekend. Het is uitermate groot voor de tien grootste exporteurs, waarvoor het oploopt tot 40 %, en verklaart ten dele de dynamiek van de in- en uittredingen en de overlevingskansen van ondernemingen op de wereldmarkt. Exportondernemingen die stoppen met de uitvoer, benaderen op het ogenblik van die stopzetting immers relatief dicht het productiviteitsniveau van niet-exporterende bedrijven. Het productiviteitsniveau van ondernemingen die besluiten om te gaan uitvoeren, houdt daarentegen het midden tussen de beide categorieën (hoger dan dat van niet-exporterende bedrijven, maar lager dan dat van permanente exporteurs).

Berthou *et al.* (2015b) tonen eveneens aan dat het productiviteitsniveau ook een positief effect uitoefent op het volume en op de groei van de uitvoer. Aangezien de uitvoer sterk geconcentreerd is, wordt het concurrentievermogen van een klein aantal ondernemingen dan ook van cruciaal belang. Als de productiviteit en dus het concurrentievermogen van deze kleine groep supersterren een negatief verloop vertonen, kan dat zware gevolgen hebben voor de uitvoer op macro-economisch niveau.

3. Prijsconcurrentievermogen

3.1 Rol van de arbeidskosten per eenheid product: de productiviteit of de arbeidskosten per eenheid product als indicator voor het concurrentievermogen?

Het gemiddelde loon is, naast het productiviteitsniveau, de tweede determinant van het concurrentievermogen volgens vergelijking (1). Terwijl in het debat over de verslechtering van het concurrentievermogen van de Belgische ondernemingen vooral aandacht wordt besteed aan de loonverschillen en dan vooral aan de ontsparing van de loonkosten, spitsen de micro-economische studies en de macro-economische analyses zich respectievelijk toe op de productiviteit en de arbeidskosten per eenheid product. Het micro-economisch onderzoek van Decramer *et al.* (2014) gaat na welke rol de arbeidskosten per eenheid product speelden in de uitvoerresultaten van de Belgische ondernemingen in de verwerkende nijverheid tijdens de periode 1999-2010. Hun resultaten wijzen uit dat de elasticiteit van de netto-uitvoer naar waarde ten opzichte van de arbeidskosten per eenheid product in de onderneming tussen $-0,2$ en $-0,4$ belooft, waarbij het effect het grootst was voor de meest arbeidsintensieve ondernemingen. Voor een onderneming van een bepaalde omvang daalt de kans dat ze begint uit te voeren bovendien met het peil van de arbeidskosten per eenheid product, terwijl de kans dat ze stopt met uitvoeren toeneemt met hetzelfde niveau. Een stijging van de arbeidskosten per eenheid product met 10% vermindert meer bepaald de kans dat een onderneming begint uit te voeren met 0,3 procentpunt, terwijl de kans dat ze stopt met uitvoeren, met 0,7 procentpunt toeneemt. Het effect is dus relatief beperkt.

Decramer *et al.* (2014) tonen overigens aan dat de verschillen tussen de uitvoerresultaten van twee ondernemingen van dezelfde sector in een bepaald jaar, zowel wat de intensieve als wat de extensieve marge betreft, veeleer verband houden met de productiviteit dan met de lonen⁽¹⁾. Dat de micro-economische analyses inzake concurrentievermogen voornamelijk berusten op de productiviteit, wordt door deze bevindingen bekrachtigd en a posteriori onderbouwd.

(1) Dat kan worden verklaard door de grotere heterogeniteit inzake productiviteit dan inzake lonen, onder meer als gevolg van de vrij sterk gecentraliseerde loononderhandelingen op sectoraal niveau in België.

(2) De margevoet μ is in principe groter dan of gelijk aan één.

(3) De margevoeten zijn niet waarneembaar, maar moeten worden geraamd. Een oefening in die zin werd uitgevoerd door Amador *et al.* (2015a) voor 15 landen. Uit de resultaten blijkt dat de margevoeten sterk uiteenlopen. Enerzijds verschillen ze van de ene onderneming tot de andere: ze zijn hoger voor oudere ondernemingen en exportbedrijven. Anderzijds kunnen ze veranderen met de tijd. Ze zijn bijvoorbeeld afgenomen tijdens de crisis, vooral in de zwaarst getroffen landen.

Over het algemeen is de gevoeligheid van de uitvoer voor de arbeidskosten per eenheid product relatief gering. De elasticiteit van de uitvoer voor de arbeidskosten per eenheid product hangt af van de prijselasticiteit ε_p , van de uitvoer en van de elasticiteit van de verkoopprijzen voor de kosten per eenheid product.

$$\varepsilon_p = \alpha p = \alpha \cdot \mu \cdot \beta \cdot ULC \quad (2)$$

Het lage peil van de geraamde elasticiteit vloeit hetzij voort uit de geringe elasticiteit van de uitvoerprijzen α , bijvoorbeeld omdat ook andere kenmerken van het product, zoals de kwaliteit, een rol spelen, hetzij uit het feit dat de arbeidskosten per eenheid product slechts een deel van de marginale kosten vertegenwoordigen, of anders gezegd omdat β gering is⁽²⁾. Wat die laatste hypothese betreft, maken de loonkosten effectief slechts ongeveer een derde van de totale kosten van de ondernemingen in België uit. Deze resultaten worden bevestigd door andere internationale studies.

3.2 Rol van de prijzen als indicator voor het concurrentievermogen

De uitvoer, de winstgevendheid en het marktaandeel van een onderneming hangen onder meer af van haar verkoopprijzen. Uit de vergelijking (1) blijkt dat deze verkoopprijzen gelijk zijn aan de marginale productiekosten, op de margevoet na⁽³⁾. Het beschouwen van de prijzen als indicator voor het concurrentievermogen in plaats van de arbeidskosten per eenheid product biedt twee voordelen: enerzijds kunnen zo de verschillen inzake marktmacht (margevoet) in aanmerking worden genomen, anderzijds kan rekening worden gehouden met het feit dat de marginale kosten niet alleen door de arbeidskosten worden bepaald.

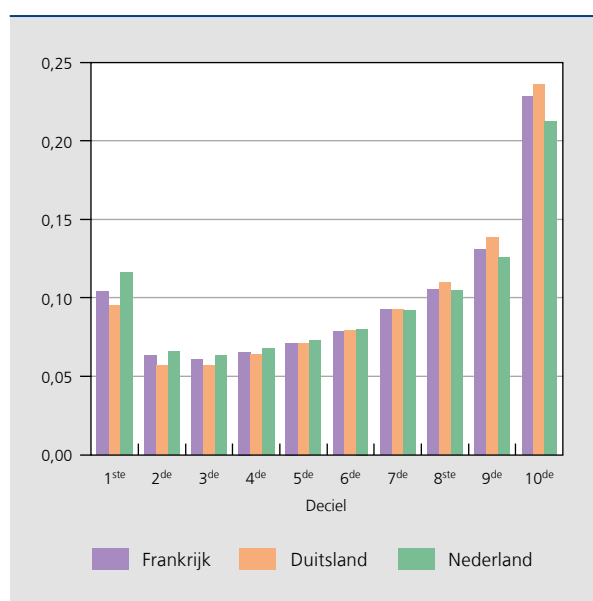
De macro-economische analyse van Giordano en Zollino (2015) voor Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje wijst in dat verband immers uit dat indicatoren op basis van prijzen relevanter zijn dan die op basis van de arbeidskosten per eenheid product.

Het micro-economisch onderzoek van Dhyne *et al.* (2014) bestudeert de uitvoerresultaten van de Franse ondernemingen op de Belgische markt. In deze analyse wordt een nieuwe maatstaf voorgesteld van het concurrentievermogen op micro-economisch niveau, waarin de indicatoren van de exportbedrijven worden vergeleken met die van ondernemingen die actief zijn op de afzetmarkt. De auteurs besteden vooral aandacht aan de rol van de eenheidswaarden (hier eenvoudigheidshalve prijzen genoemd). Aan de hand van Franse exportgegevens en

Belgische cijfers over de productie en de invoer, kunnen ze de positie bepalen van de prijzen van naar België uitgevoerde Franse producten in de verdeling van de in België door hun (Belgische of buitenlandse) concurrenten gehanteerde prijzen. Hun resultaten bevestigen dat de arbeidskosten per eenheid product een neerwaartse invloed uitoefenen op de kans dat een onderneming exporteert, alsook dat de relatieve prijzen van de door Franse bedrijven naar België uitgevoerde producten hun resultaten op de Belgische markt negatief beïnvloeden. De geraamde prijselasticiteit van de uitgevoerde volumes ligt in de buurt van één.

Deze manier om het concurrentievermogen te meten, wordt geïllustreerd in grafiek 4. Deze schetst de eenheidswaarden van de door Belgische ondernemingen ingevoerde producten (die relatief gedetailleerd worden omschreven aan de hand van een zescijferige classificatie). Deze prijzen worden gerangschikt volgens de positie in de verdeling van de prijzen die in België worden gehanteerd door de ondernemingen als geheel, zowel de bedrijven die op de binnenlandse markt actief zijn als de naar België exporterende ondernemingen. De grafiek omvat alleen de invoer vanuit de drie belangrijkste concurrenten. Ze geeft bijvoorbeeld aan dat de prijzen van 23,5% van de uit Duitsland ingevoerde producten tot de hoogste behoren (in het laatste deciel) in vergelijking met de andere prijzen in België voor dezelfde productcategorie.

GRAFIEK 4 PERCENTAGES VAN DE EENHEIDSWAARDEN VAN DE NAAR BELGIË EXPORTERENDE BEDRIJVEN IN DE VERDELING VAN DE EENHEIDSWAARDEN IN BELGIË



Bronnen: berekeningen van de NBB aan de hand van de gegevens van de buitenlandse handel, PRODCOM-enquête.

De naar België exporterende ondernemingen lijken twee strategieën te hanteren. De eerste bestaat in een prijsconcurrentiebeleid. Deze strategie lijkt vaker te worden toegepast voor producten uit Nederland dan voor die uit Duitsland (18% van de uit Nederland ingevoerde producten behoort tot de eerste twee decielen, tegen 15% voor die van Duitse oorsprong). Voorts wordt een piek opgetekend in de twee laatste decielen van de verdeling: een aanzienlijk aantal naar België uitvoerende ondernemingen hanteert hoge prijzen. Dat kan wijzen op een concurrentiestrategie op basis van kwaliteit of van nicheproducten. Deze tweede strategie wordt vaker toegepast voor Duitse en Franse producten (respectievelijk 36 en 37% in de laatste twee decielen in de verdeling van de prijzen) dan voor Nederlandse producten (34%). De verkopen van deze producten in het bovenste gedeelte van de verdeling van de prijzen vertegenwoordigen immers slechts een gering gedeelte van de invoer naar waarde.

3.3 Prijselasticiteit van de uitvoer

Zoals vermeld in het eindverslag van CompNet (zie Di Mauro en Ronchi, 2015), heeft het feit dat veel Europese landen de afgelopen jaren het evenwicht op hun lopende rekening, soms in aanzienlijke mate, hebben moeten herstellen – en België vormt hierop geen uitzondering – geleid tot hernieuwde belangstelling voor de raming van de reactie van de uitvoer van een land op veranderingen in de relatieve prijzen, en dus voor de raming van de in vergelijking (2) gedefinieerde prijselasticiteit van de uitvoer.

De empirische resultaten in dat verband lopen vrij sterk uiteen. Volgens de meeste macro-economische ramingen bedraagt de prijselasticiteit van de uitvoer minder dan één. Daarentegen lijken de ramingen aan de hand van de gedesaggregeerde uitvoergegevens (bedrijven of producten) te wijzen op een veel krachtiger reactie op veranderingen van de relatieve prijzen (prijselasticiteit hoger dan één, vaak in de buurt van vijf).

Het micro-economisch onderzoek van Berthou *et al.* (2015a) tracht de resultaten van deze beide benaderingen te verzoenen. Aan de hand van de CompNet-databank tonen de auteurs aan dat de grote (of productievare) ondernemingen, die het leeuwendeel van de uitvoer voor hun rekening nemen, minder gevoelig zijn voor veranderingen van de reële wisselkoers dan de kleinere (of minder productieve) bedrijven. Tot een soortgelijke bevinding voor België komen Amiti *et al.* (2014), die aantonen dat de transmissie van de veranderingen in de wisselkoers naar de exportprijzen geringer is voor grote ondernemingen, aangezien die doorgaans zowel in- als uitvoeren.

Een daling van de wisselkoers verhoogt de kosten van de ingevoerde productie-inputs en maakt de voordelen van de depreciatie derhalve gedeeltelijk ongedaan.

Deze geringe reactie van de grote ondernemingen, die gelet op de zeer geconcentreerde aard van de uitvoer het grootste gedeelte ervan vertegenwoordigen, op de ontwikkelingen van de wisselkoers biedt een beter inzicht in de gevolgen van de veranderingen van de relatieve prijzen voor de uitvoerresultaten van de Europese landen. Aangezien het effect van een vermindering van de reële wisselkoers op de totale uitvoer van een land op korte en middellange termijn voornamelijk wordt bepaald door de reactie van de grootste of meest productieve bedrijven, moeten de relatieve prijzen in het eurogebied immers sterk veranderen om de handelsbalans van een land opnieuw in evenwicht te brengen. Die schommelingen van de relatieve prijzen hebben echter een sterkere weerslag op de kleine exporteurs. De daling van de wisselkoers kan de geringe productiviteit van deze kleine ondernemingen compenseren en hen de kans bieden internationale markten aan te boren. Gelet op hun kleine omvang, zou de intrede van deze nieuwe exporteurs echter een beperkt effect hebben op de handelsbalansen, althans op korte termijn. Teneinde de bijdrage van de extensieve marge tot de herbalancering van de handelsbalans te verhogen, zouden structurele maatregelen die de intrede en de groei van jonge ondernemingen op de internationale markten vergemakkelijken, de macro-economische reactie op de veranderingen van de reële wisselkoers kunnen versterken.

4. Niet-prijsconcurrentievermogen

Zowel op macro-economisch niveau (zie Benkovskis en Wörz, 2014, of Giordano en Zollino, 2015) als op micro-economisch niveau (zie Decramer *et al.*, 2014), tonen de ramingen aan dat de resultaten m.b.t. de buitenlandse handel niet alleen aan de prijzen of de arbeidskosten per eenheid product kunnen worden toegeschreven, wat erop wijst dat ook het niet-prijsconcurrentievermogen een belangrijke rol speelt. Zo blijkt uit de analyse van Benkovskis en Wörz (2014) dat de marktverliezen van de geïndustrialiseerde landen (de landen van het 'oude' Europa, de Verenigde Staten en Japan), ten opzichte van die van de opkomende landen en de nieuwe lidstaten van de Europese Unie, voornamelijk te wijten zijn aan een verlies aan niet-prijsconcurrentievermogen. Dat niet-prijsconcurrentievermogen omvat onder meer de kwaliteit van de aangeboden producten en diensten, de reputatie, de aanpassing aan de voorkeuren van de consumenten op de lokale markten, enz.

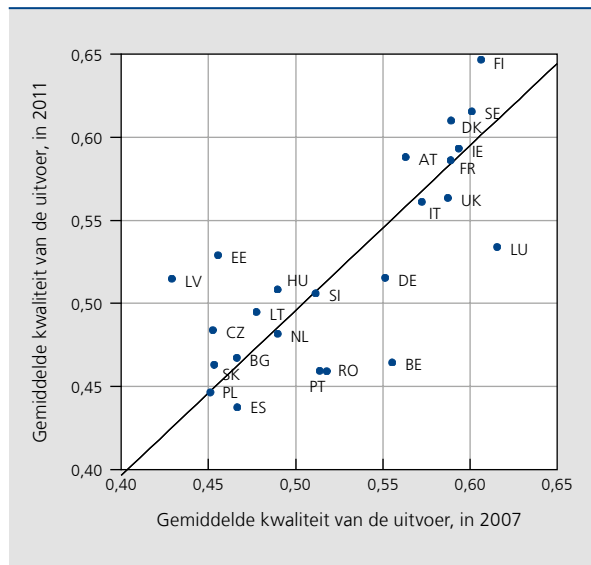
4.1 Kwaliteit van de producten

De kwaliteit van een product is een concept dat economisch gezien bijzonder moeilijk te kwantificeren is, omdat deze niet rechtstreeks waarneembaar is. In tal van studies is getracht een indicator te vinden voor de kwaliteit van de uitgevoerde producten. Zo kan simpelweg de prijs van een product worden beschouwd als een ruwe maatstaf voor de kwaliteit ervan. Het werk van Blinder (1991) over de oorzaken van prijsstarheid toont aan dat de prijs van een product, aangezien die voor de consument het belangrijkste zichtbare kenmerk ervan is, door bedrijven wordt gebruikt om de kwaliteit van dat product uit te drukken. Doordat de kwaliteit van de productiefactoren (arbeid en materiële inputs) een positief effect heeft op de kwaliteit van het eindproduct, kan een hoge prijs gekoppeld aan hoge productiekosten als een garantie voor kwaliteit worden gezien. Hoge productiekosten per eenheid product kunnen echter ook een minder goede productie-efficiëntie weerspiegelen. De prijs is dus geen perfecte indicator voor de kwaliteit van het eindproduct.

Een alternatief voor het prijs criterium bestaat erin de kwaliteit van een product te meten aan de hand van het vraagoverschot dat dit product, gelet op de prijs ervan, laat optekenen. Op basis van de raming van een vraagfunctie kan de kwaliteit van een product worden benaderd door het verschil tussen het feitelijke marktaandeel en wat het marktaandeel zou moeten zijn, gelet op de prijs. Is dat verschil positief, dan is de vraag naar dat product groter dan de vraag die kan worden afgeleid op basis van de prijs. Dat product wordt dus relatief beter naar waarde geschat door de consument, wat op een goede kwaliteit zou moeten wijzen. Als het opgetekende marktaandeel daarentegen lager is dan het aandeel dat op basis van de prijs wordt verwacht, weerspiegelt dat een matige kwaliteit. Deze benadering ligt bijvoorbeeld ten grondslag aan de door Khandelwal (2010) voorgestelde kwaliteitsmaatregelen.

Di Comite *et al.* (2014) verfijnen de benadering van Khandelwal verder door rekening te houden met lokale verschillen in de vraag, die een beeld geven van de voorkeuren van de consumenten. De verschillen tussen de marktaandelen van een product dat in twee landen tegen dezelfde prijs wordt verkocht, zijn een uiting van het feit dat consumenten andere voorkeuren kunnen hebben. Als de consumenten in land A bijvoorbeeld van chocolade houden en die in land B niet, dan zal, tegen dezelfde prijs, de vraag naar chocolade van het merk X groter zijn op markt A dan op markt B, terwijl de kwaliteit van het product gelijk blijft. Door de ontwikkelingen van de marktaandelen in verschillende landen te vergelijken op basis van de uitvoerprijzen, stellen Di Comite *et al.* (2014) een

GRAFIEK 5 VERSCHUIVINGEN OP DE KWALITEITSSCHAAL TIJDENS DE CRISIS⁽¹⁾



Bron: Vandenbussche (2014).

(1) Tussen 2007 en 2011 stegen de landen boven de 45-gradenlijn relatief op de kwaliteitsschaal, terwijl de landen onder de 45-gradenlijn in dezelfde periode relatief daalden op de schaal.

methode voor waarmee een kwaliteitsindicator kan worden samengesteld die de verschillen in smaak van de consumenten uitfiltert.

Op basis van deze methodologie beoordeelde Vandenbussche (2014) de positie van de verschillende Europese landen op een schaal van productkwaliteit. Uit de studie komt naar voren dat de Belgische producenten, zoals die van het 'oude' Europa, veeleer geneigd zijn om producten van gemiddelde kwaliteit te vervaardigen, terwijl de producenten uit Oost-Europa en de opkomende landen zich toespitsen op de segmenten van lage kwaliteit, en de Scandinavische landen en Japan de segmenten van zeer hoge kwaliteit innemen. Volgens Vandenbussche zou de gemiddelde kwaliteit van de producten van de Belgische exporteurs sinds de crisis zijn gedaald ten opzichte van de andere lidstaten van de EU, wat zou kunnen wijzen op een daling van het niet-kostenconcurrentievermogen van de Belgische exporteurs. Deze verslechtering van de relatieve kwaliteit van de producten treft de meeste geavanceerde economieën, maar lijkt in België bijzonder uitgesproken te zijn.

4.2 Kwaliteit van het management

Naast de kwaliteit van de producten wordt het niet-kostenconcurrentievermogen van een onderneming ook

bepaald door de kwaliteit van haar management. Dit onderdeel van het concurrentievermogen kwam ook in CompNet aan bod. Zo blijkt uit een micro-economische studie die door Mion en Opromella (2015) werd uitgevoerd voor Portugal, dat de ervaring die managers in het verleden binnen een exportbedrijf hebben opgedaan, winstgevend kan blijken voor hun nieuwe onderneming, vooral als de uitvoerzone in kwestie de interesse wegdraagt van deze laatste. De kosten verbonden aan de toetreding tot de markt en de ontwikkeling van marktaandelen zijn immers eigen aan elke bestemming. De ondernemingen moeten hun commerciële strategie en hun product aan elke markt aanpassen op basis van de voorkeuren van de lokale consumenten, de specifieke reglementeringen, enz. Kennis van de elementen die eigen zijn aan elke markt en de ontwikkeling van distributiekanaalen en persoonlijke relaties zijn bijgevolg belangrijke troeven. De studie toont aan dat die specifieke ervaring van de manager de waarschijnlijkheid vergroot dat de firma naar dezelfde bestemming begint uit te voeren of blijft uitvoeren, en dat ze eveneens een positief effect heeft op de uitvoerbedragen voor de vennootschappen die reeds actief waren op die markt vóór de aankomst van de ervaren manager.

Een andere studie van Berman *et al.* (2015) bevestigt dat de ervaring die op een exportmarkt is opgedaan, doorslaggevend is voor een geslaagde toetreding tot die markt. De uitvoer naar een nieuwe markt is immers niet altijd succesvol. Een groot aantal ondernemingen stopt na slechts enkele jaren. Bedrijven die hun uitvoeractiviteiten voortzetten, vertonen op die markten een sterke groei, vooral als het jonge ondernemingen zijn. De empirische resultaten van deze studie benadrukken dat het belangrijk is tijdens de eerste jaren vertrouwd te worden met de kenmerken van de vraag op een specifieke markt, aangezien dit ondernemingen in staat stelt hun positie op die markten te handhaven en te ontwikkelen.

5. Dynamiek van de ondernemingen en allocatie van de middelen

5.1 Rol van de dynamiek en de leeftijd van de ondernemingen in de geaggregeerde productiviteit

De productiviteit en, derhalve, het concurrentievermogen van een land of een bedrijfstak zijn uiteraard geen statische begrippen. Ze kunnen worden versterkt door bijvoorbeeld de efficiëntie van de bestaande ondernemingen te verhogen (onder meer via technische vooruitgang). Twee andere factoren die de geaggregeerde productiviteit

TABEL 1 GEMIDDELTE BIJDRAGE VAN DE ONDERNEMINGEN TOT DE TOENAME VAN DE SECTORALE EFFICIËNTIE IN DE INDUSTRIE

	België	Duitsland	Frankrijk	Italië	Spanje	Finland
Gemiddelde bijdrage naar type onderneming (in procentpunt)						
Actief sinds meer dan tien jaar	0,60	1,14	1,22	0,91	0,68	0,76
Actief sinds zes tot tien jaar	3,67	1,17	0,79	0,81	-10,40	0,77
Actief sinds ten hoogste vijf jaar	-3,24	0,94	1,77	1,22	-1,31	-1,22
Nieuwe bedrijven	-0,04	-0,03	0,09	0,05	0,02	0,09
Bedrijven die hun activiteit stopzetten	0,00	0,01	0,02	0,01	0,02	0,04
Percentage ondernemingen (in % van de actief blijvende ondernemingen)						
Actief sinds ten hoogste vijf jaar	4	13	8	10	8	11
Actief sinds zes tot tien jaar	8	14	11	13	16	13

Bronnen: Verschelde *et al.* (2014) en eigen berekeningen.

verbeteren, zijn het vermelden waard. De eerste houdt verband met de oprichting en vernietiging van ondernemingen: de productiviteit neemt toe indien nieuwe ondernemingen productiever zijn dan bedrijven die hun activiteit stopzetten. De tweede heeft betrekking op de reallocatie van middelen tussen ondernemingen: de geaggregeerde productiviteit stijgt indien het marktaandeel van de productiefste ondernemingen groter wordt terwijl dat van de minst productieve bedrijven krimpt, met andere woorden indien de middelen (zowel op het vlak van banen als van kapitaal of financiering) verschuiven van de minst productieve naar de productiefste ondernemingen.

Zoals tabel 1 in dat verband te zien geeft, blijkt uit het micro-economisch onderzoek dat Verschelde *et al.* (2014) hebben verricht voor zeven Europese landen, dat in België, net als bij sommige van zijn buurlanden – Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk – de toename van de efficiëntie van de actieve bedrijven het meest bijdraagt tot de stijging van de totale efficiëntie van de industriële bedrijfstakken. Het effect van de reallocaties tussen ondernemingen en de netto-oprichtingen van bedrijven is minder ingrijpend en kan positief of negatief zijn.

Ten slotte wijzen hun resultaten erop dat de jonge ondernemingen een niet te verwaarlozen bijdrage leveren tot de toename van de efficiëntie in hun bedrijfstak. Pas opgerichte bedrijven komen immers op de markt met een, gemiddeld beschouwd, ontoereikende efficiëntie. Hun doeltreffendheid neemt echter in de loop van de tijd toe en kan uiteindelijk die van reeds meer dan tien jaar bestaande bedrijven overtreffen. In België, met name, is de efficiëntie van de sinds zes tot tien jaar

actieve ondernemingen ongeveer 10% hoger dan die van de ondernemingen die al meer dan tien jaar bestaan.

Deze vaststelling strookt met de analyse van Berman *et al.* (2015). Hun micro-economische resultaten voor Frankrijk tonen aan dat de jonge bedrijven die zich enkele jaren na de aanvang van hun activiteit op de markt kunnen handhaven, hoge groeicijfers vertonen en na een decennium meer dan de helft van de uitvoer voor hun rekening nemen.

Het percentage jonge ondernemingen (die sinds minder dan tien jaar actief zijn) is in België echter relatief gering (12%) in vergelijking met de buurlanden (27% in Duitsland).

5.2 Allocatieve efficiëntie van de middelen

Zoals hierboven werd besproken, zijn de markten voortdurend in beweging en kan de reallocatie van middelen tussen ondernemingen, indien ze naar de productiefste bedrijven gaan, een van de elementen zijn die bijdragen tot de groei van de productiviteit. Omgekeerd kan die reallocatie op de geaggregeerde productiviteit een negatieve invloed uitoefenen indien de middelen verschuiven naar de minst productieve ondernemingen. Algemeen beschouwd, is een slechte allocatie van de middelen tussen ondernemingen sub-optimaal. De belemmeringen voor de reallocatie tussen ondernemingen liggen dus ten grondslag aan zowel een lage productiviteit als een geringere capaciteit van de economieën om te reageren op een belangrijke economische schok.

Ervan uitgaand dat de allocatie van middelen, theoretisch gezien, optimaal is in een markt zonder wrijvingen in evenwicht, wijst een slechte allocatie van de middelen doorgaans op het bestaan van marktimperfecties (zowel op het vlak van de arbeid of de producten als financiële onvolkomenheden). Daar zou kunnen worden aan toegevoegd dat het enige tijd duurt vooraleer het nieuwe evenwicht bereikt wordt.

Het netwerk CompNet spitste zich toe op een indicator van de sectorale allocatieve efficiëntie die voortvloeit uit de door Olley en Pakes (1996) voorgestelde uitsplitsing. De gemiddelde productiviteit van een bedrijfstak, y_{st} , is gelijk aan de som van de productiviteitscijfers van elke afzonderlijke onderneming, ω_{it} , gewogen aan de hand van de ondernemingsgrootte, θ_{it} . Olley en Pakes verdelen die som over twee componenten. De eerste is het niet-gewogen gemiddelde van de productiviteitscijfers van alle ondernemingen in een bedrijfstak, $\bar{\omega}_{st}$. De tweede is de som van de productiviteitsverschillen ten opzichte van het gemiddelde van de bedrijfstak, $(\omega_{it} - \bar{\omega}_{st})$, gewogen aan de hand van de ondernemingsgrootte in verhouding tot de gemiddelde omvang van de bedrijfstak, $(\theta_{it} - \bar{\theta}_{st})$. Deze laatste term, OP gap genoemd, is een indicator van de allocatieve efficiëntie. Hij draagt positief bij tot de gemiddelde productiviteit van de bedrijfstak indien de omvang van de ondernemingen die productiever (minder productief) zijn groter (kleiner) is dan het gemiddelde. Indien de minst productieve bedrijven daarentegen groter zijn dan

het gemiddelde in de bedrijfstak, is de bijdrage tot die term negatief.

$$y_{st} = \sum_{i \in S} \theta_{it} \omega_{it} = \bar{\omega}_{st} + \sum_{i \in S} (\theta_{it} - \bar{\theta}_{st}) (\omega_{it} - \bar{\omega}_{st}) \quad (3)$$

Ter illustratie worden in de onderstaande grafiek de OP gaps voor de marktsector en de niet-marktsector weergegeven. Daaruit blijkt dat de allocatieve efficiëntie in België en in Duitsland ongeveer even groot is. Behalve in Estland ligt ze systematisch hoger in de bedrijfstakken die onderhevig zijn aan concurrentie.

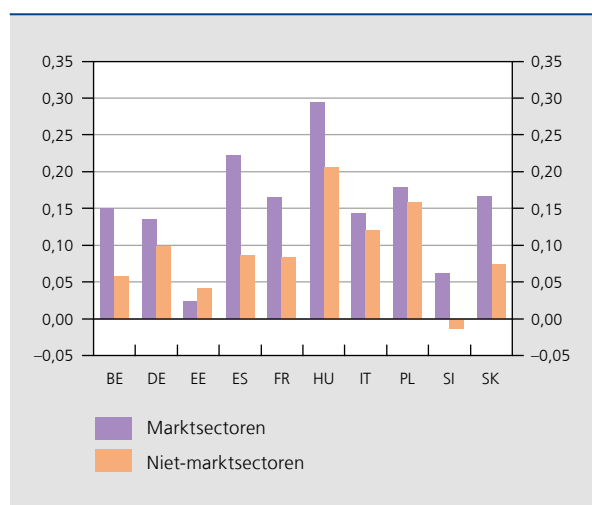
6. Mondiale waardeketens en netwerk van ondernemingen

De afgelopen decennia hebben de daling van de kosten voor vervoer en communicatie, de technologische vooruitgang en de afname van de politieke en economische belemmeringen geleid tot een stijging van de internationale handel en de buitenlandse directe investeringen. Tegen de achtergrond van een algemene integratie van de productieketens maakten de bedrijven in ruimere mate gebruik van inputs van andere, soms in het buitenland gevestigde ondernemingen. Hoewel het ontbreken van statistieken in het verleden elke cijfermatige analyse van het verschijnsel verhinderde, hebben de recente creatie en verspreiding van mondiale input-outputtabellen (waaronder ICIO (OESO) en WIOD) die leemte aangevuld.

Amador *et al.* (2015b) hebben de fragmentatie geïllustreerd via de toename van het invoergehalte in de uitvoer, zowel in het eurogebied als in de andere belangrijke regio's in de wereld⁽¹⁾. Die mondiale ontwikkelingen doen een andere pertinente vraag rijzen, namelijk wat hun gevolgen zijn voor de werkgelegenheid. Timmer *et al.* (2013) tonen aan dat de fragmentatie van de productie in een meer en meer gemondialiseerde omgeving gepaard gaat met een daling van de werkgelegenheid in de industrie van de geavanceerde landen. Deze tendens wordt echter gecompenseerd door een stijging van de werkgelegenheid in de marktdiensten. De fragmentatie lijkt trouwens de comparatieve voordelen te versterken, niet naar type nijverheid maar naar type activiteit. De Europese landen specialiseren zich aldus in segmenten van de productie waarvoor meer geschoolde arbeidskrachten worden ingezet.

Zoals Richard Baldwin tijdens zijn toespraak op de CompNet-conferentie beklemtoonde, heeft de mondialisering van onze economieën de aard van het internationale handelsverkeer veranderd. De opkomst en de groei van de

GRAFIEK 6 ALLOCATIE VAN MIDDELEN EN EFFICIËNTIE IN DE MARKT- EN NIET-MARKTSECTOREN⁽¹⁾

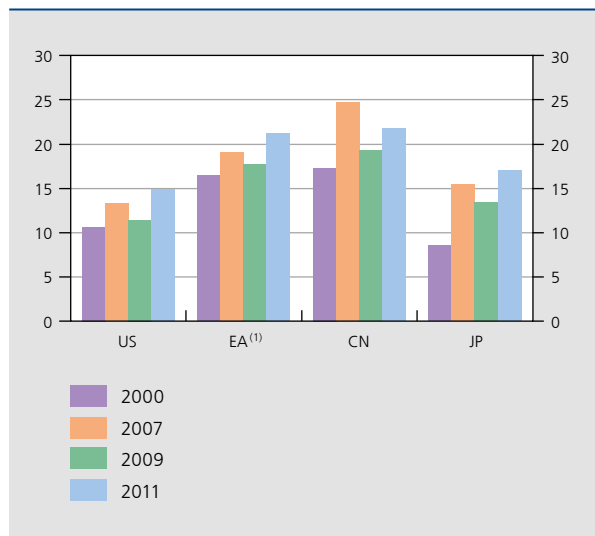


Bron: gegevensbank CompNet.

(1) Gegevens berekend op basis van stalen van ondernemingen met ten minste 20 werknemers voor de periode 2003-2007. Een positieve waarde van de indicator wijst erop dat de productieve middelen worden overgeheveld van de weinig productieve bedrijven naar de productiefste bedrijven en dat de reallocatie van middelen dus optimaal geschiedt.

(1) Zie Duprez (2014) voor een analyse van de Belgische uitvoer.

GRAFIEK 7 GEHALTE AAN BUITENLANDSE TOEGEVOEGDE WAARDE VAN DE UITVOER (IN % VAN DE UITVOERWAARDE)



Bron: Amador *et al.* (2015b).

(1) Het eurogebied wordt hier gedefinieerd als een volwaardige entiteit, wat betekent dat de stromen binnen het eurogebied niet in aanmerking worden genomen.

mondiale productieketens zetten aan tot een nieuwe visie op de methode om het concurrentievermogen te meten. Zo zien de handelsbalansen er anders uit wanneer wordt overgeschakeld van het begrip goederen- en dienstenverkeer naar dat van de handel in toegevoegde waarde. Het handelsoverschot van een land ten opzichte van een ander kan immers worden beïnvloed door de samenstelling van zijn uitvoerpakket. Wanneer dit pakket veel ingevoerde inputs bevat, zal de overgang naar het begrip uitgevoerde toegevoegde waarde de uitvoer kleiner doen worden, en bijgevolg ook het handelsoverschot. Volgens Nagengast en Stehrer (2015) daalt het handelstekort van de Verenigde Staten ten opzichte van China in 2011 met 17% wanneer het wordt berekend op basis van de handel in toegevoegde waarde, terwijl het tegenover Japan met 39% toeneemt. Bovendien zijn de onevenwichtigheden in het eurogebied kleiner wanneer ze worden geraamd aan de hand van de handel in toegevoegde waarde.

De bilaterale handelsbalansen die worden berekend uit het oogpunt van de handel in toegevoegde waarde kunnen nieuw licht werpen op het economisch beleid, enerzijds door de vastgestelde evenwichtsverstoringen in de handel tussen de lidstaten van het eurogebied te relativeren, en anderzijds door de effecten van het economisch beleid te herzien.

De crisis heeft immers aan het licht gebracht dat het voortduren van een handelstekort en een negatieve netto externe positie ongunstige gevolgen kan hebben bij

zware financiële schokken. De verleiding om een protectionistisch beleid te voeren door zich aan de hand van de goederen- en dienstenstromen te richten op de geografische oorsprong van de handelstekorten, kan derhalve gevaarlijk blijken. Niet alleen maakt de sterke rechtstreekse verwevenheid van de economieën een protectionistisch beleid zeer riskant, zoals tot uiting komt in de talrijke debatten die daarover worden gehouden in de WHO, maar bovendien zou een protectionistisch beleid in een land, aangezien een deel van de handel ook de indirecte handelsstromen tussen de landen omvat, gevolgen kunnen hebben voor het productieproces in tal van landen, door de mondiale waardeketen te belemmeren.

De fragmentatie van de productieketens kan verklaren waarom de groei van de invoer gedurende de laatste drie decennia ruimschoots boven die van het bbp uitkwam. Al-Haschimi *et al.* (2015) hebben aldus aangetoond dat de verhouding tussen de groei van de invoer en de bbp-groei uitkwam op een gemiddelde waarde van 2 tussen 1981 en 2007. Die ratio is tijdens de periode 2011-2013 echter sterk gedaald, wat zou kunnen betekenen dat de fragmentatie van de productieketens niet verder ontwikkeld heeft.

De analyse vanuit de invalshoek van de gemondialiseerde productieprocessen helpt eveneens de omvang van de inkrimping van de handel tijdens de economische crisis verklaren. Altomonte *et al.* (2012) wijzen aldus op het 'bullwhip effect', waaruit blijkt dat de aanpassing van de voorraden aan de verschillende productiefasen een initiële vraagschok vergroot. Nagengast en Stehrer (2015) wijzen erop dat, gedurende de economische crisis, het aandeel van de inputs die afkomstig zijn van binnenlandse leveranciers is gestegen ten koste van de buitenlandse leveranciers, wat de internationale handel meer dan verhoudingsgewijs vertraagde.

Om een beter inzicht te verwerven in de mondiale waardeketens, kan ook gebruik worden gemaakt van gegevens van bedrijven. Door een klassiek zwaartekrachtmodel te verfijnen, hebben Altomonte *et al.* (2015) aldus aangetoond dat de uitvoer (en elke zowel binnen- als buitenlandse bijdrage in toegevoegde waarde) tussen twee bedrijfstakken van twee landen hoger uitvalt wanneer eenzelfde multinational in beide landen gevestigd is. Op basis van de Belgische gegevens hebben Dhyne *et al.* (2015) eveneens een gegevensbank opgebouwd waarin voor België het netwerk van ondernemingen tussen 2002 en 2012 opnieuw wordt samengesteld. Volgens hun resultaten neemt 82% van de Belgische bedrijven direct of indirect deel aan de productie van voor de uitvoer bestemde goederen of diensten, terwijl slechts 5% van de ondernemingen rechtstreeks uitvoert.

Conclusie

Van de verschillende bijdragen van het netwerk CompNet valt in de eerste plaats de ontwikkeling op van twee nieuwe instrumenten om een diagnose te stellen van het concurrentievermogen van een land, namelijk de diagnostic toolkit on competitiveness en de gegevensbank CompNet. De statistische gegevens die ze bevatten, verschaffen een beter inzicht in het per definitie veelzijdig begrip concurrentievermogen.

Hoewel het vaststaat dat prijsconcurrentie een essentiële strategie kan blijken te zijn om het hoofd te bieden aan de internationale concurrentie, met name voor bepaalde producten (goedkoopste prijsklasse of minder gedifferentieerde producten), spelen alternatieve strategieën die berusten op de ontwikkeling van de kwaliteit eveneens een niet te verwaarlozen rol (onder meer in de nicheproducten). Bovendien is het niet overbodig eraan te herinneren dat het prijsconcurrentievermogen niet enkel afhangt van de loonkosten maar ook van de kosten van de intermediaire producten en dat de ondernemingen, bij gelijke kosten, het verschil kunnen maken door hun productiviteit te verbeteren. Deze vaststelling impliceert dus dat de versteviging van het concurrentievermogen van een land of een onderneming een meervoudige aanpak vereist, waarbij tal van instrumenten en maatregelen worden aangewend. Het concurrentievermogen van de Europese economieën moet, naast de vorming van de loonkosten, ook berusten op niet-kostenfactoren. Het werkkterrein is relatief groot omdat het niet-prijsconcurrentievermogen evenzeer verband houdt met innovatie als met de kwaliteit van goederen en diensten, de capaciteit op het gebied van organisatie, management en technologie, het vermogen om nieuwe technologieën te integreren (dat bijvoorbeeld afhankelijk is van het aanpassingsvermogen van de arbeidskrachten) en de op de uitvoermarkten verworven ervaring.

Een van de voordelen van de binnen CompNet ontwikkelde instrumenten is dat ze een internationale vergelijking van de resultaten van elk land mogelijk maken via een reeks indicatoren van het concurrentievermogen. Het concurrentievermogen van een economie wordt immers gemeten ten opzichte van die van haar – bestaande of potentiële – concurrenten. Voor zo'n meting is informatie nodig over de andere landen of ondernemingen waaraan haar concurrentiekracht zal worden getoetst. In dat verband is de diagnostic toolkit een unieke toegangspoort tot een reeks macro-economische en transnationale statistieken die relevant zijn om de plaats van een land ten opzichte van zijn concurrenten te bepalen. Deze geaggregeerde gegevens worden aangevuld met de gegevensbank CompNet die onderzoekers in staat stelt,

dankzij de berekening van nieuwe indicatoren op basis van micro-economische gegevens, de individuele resultaten van de ondernemingen internationaal te vergelijken. In de gegevensbank worden met name de kenmerken van de verdeling van een aantal variabelen opgenomen, zoals de productiviteit of de arbeidskosten per eenheid product, teneinde de positie van een onderneming ten aanzien van een afzetmarkt te bepalen.

Van de vele, in de gegevensbank CompNet geanalyseerde variabelen is de vorm van de verdeling van de zichtbare arbeidsproductiviteit of van de totale factorproductiviteit een determinant van het concurrentievermogen van een land. Op basis van die verdelingen houdt de verbetering van de concurrentiekracht van een land niet enkel meer verband met de toename van de gemiddelde productiviteit, ook al blijft die parameter belangrijk, maar ook met het vermogen om het aantal ondernemingen aan de rechterzijde van het gemiddelde van de verdeling te verhogen. Alleen de best presterende bedrijven kunnen immers zowel de kosten voor toetreding tot de wereldmarkten betalen als er duurzaam overleven.

Een van de huidige macro-economische uitdagingen is het wegwerken van de macro-economische onevenwichtigheden. In dat opzicht is een van de lessen die uit de in CompNet en elders verrichte studies kunnen worden getrokken dat het gebruik van enkel traditionele instrumenten als de wisselkoers niet voldoende zal zijn om ze te elimineren. Die studies hebben immers aangetoond dat de gevoeligheid van de uitvoer voor wisselkoersschommelingen relatief gering is, onder meer omdat de uitvoer geconcentreerd is bij een relatief beperkt aantal ondernemingen, waarvan de kenmerken (omvang, productiviteit, het feit dat ze ook invoerder zijn) de gevoeligheid van hun uitvoer voor veranderingen in de relatieve prijzen verminderen. Een volledig herstel van het evenwicht op de handelsbalansen via het wisselkoersinstrument alleen zou dan zeer grote wisselkoersschommelingen vergen. Er moeten dus andere economischbeleidsmaatregelen worden bedacht om dat probleem op te lossen, onder meer door invloed uit te oefenen op de extensieve marge van de uitvoergroei (bijvoorbeeld door nieuwe ondernemingen op de externe markten te laten komen die sterker reageren op de veranderingen in de relatieve prijzen).

Om het percentage exporterende ondernemingen in de totale populatie te verhogen, dient dus een structureel beleid te worden gevoerd dat het mogelijk maakt ofwel hun productiviteit te verhogen (innovatiebeleid, opleidingen, enz.), ofwel de niet-kostencomponenten van de productiviteit te beïnvloeden. Het is tevens geboden een beleid te voeren dat erop gericht is de allocatie van de productieve middelen aan de meest efficiënte bedrijven te verbeteren.

Door zich ten slotte te baseren op de thans beschikbare gegevensbanken (onder meer WIOD), heeft CompNet ook bijgedragen tot het recente onderzoekswerk over de waardeketens. Aangezien het invoergehalte van de uitvoer belangrijk blijkt te zijn, is het ondertussen genoegzaam geweten dat het misleidend kan zijn de gegevens over de uitvoer van goederen en diensten te gebruiken om een diagnose te stellen omtrent het buitenlandse concurrentievermogen. Met inachtneming van de mondialisering van de productieprocessen maakt het begrip handel, gemeten in toegevoegde waarde, het mogelijk

de concurrentiekracht van een land op een meer relevante wijze te meten, onder meer omdat dat begrip nuttiger is om de gevolgen ervan voor de werkgelegenheid te bepalen. Meer in het algemeen werpt de analyse van de waardeketens nieuw licht op de organisatie van de productieketens. Dit verschaft een beter inzicht in het verschijnsel van de transmissie van de schokken tussen de economieën en leidt ook tot een betere beschrijving van de context waarin eventuele economischbeleidsmaatregelen passen, zoals de invoerbelemmeringen of de herbalanceren van de handelsbalans.

Bibliografie

- Al-Haschimi A., F. Skudelny, E. Vaccarino en J. Wörz (2015), *The trade demand nexus: any changes from global value chains?*, Working Paper, forthcoming.
- Altomonte C., F. di Mauro, G.I.P. Ottaviano, A. Rungi en V. Vicard (2012), *Global value chains during the great trade collapse: a bullwhip effect*, ECB, Working Paper 1412, January.
- Altomonte C., I. Colantone, A. Rungi en T. Sonno (2015), 'Global value networks', in Amador J., R. Baldwin en F. di Mauro (eds.), *The age of global value chains: mapping and policy implications*, CEPR Press, Chapter 6, forthcoming.
- Amador J., F. di Comite, C. Fuss, J. Hagemeyer, J. M. Montero en A. C. Soares (2015a), *Price-cost margin dynamics and heterogeneity: evidence from European firm-level data*, mimeo.
- Amador J., R. Cappariello en R. Stehrer (2015b), *Global value chains: a view from the euro area*, ECB, Working Paper 1761, March.
- Amiti M., O. Itskhoki en J. Konings (2014), 'Importers, Exporters and Exchange Rate Disconnect', *American Economic Review*, 104 (7), 1942-78.
- Ariu A. (2012), *Services versus goods trade: Are they the same?*, NBB, Working Paper 237.
- Ariu A. (2015), *Crisis-proof services: Why trade in services did not suffer during the 2008-2009 collapse*, NBB, Working Paper 284.
- Barba Navaretti G., M. Bugamelli, E. Forlani en G.I.P. Ottaviano (2015), *It takes (more than) a moment: Revisiting the link between firm productivity and aggregate exports*, ECB, Working Paper, forthcoming.
- Benkovskis K. en B. Bluhm (2015), *Empirical link between firm-level indicators and target variables of competitiveness: Bayesian Model Averaging approach*, ECB, Working Paper, forthcoming.
- Benkovskis K. en J. Wörz (2014), *What drives the market share changes? Price versus non-price factors*, ECB, Working Paper 640.
- Berman N., V. Rebeyrol en V. Vicard (2015), *Demand learning and firm dynamics: evidence from exporters*, Banque de France, Working Paper 551.
- Berthou A., C.-V. Demian en E. Dhyne (2015a), *Exchange rate movements, firm-level exports and heterogeneity*, mimeo.
- Berthou A., E. Dhyne, M. Bugamelli, A.-M. Cazacu, C.-V. Demian, P. Harasztosi, T. Lalinsky, J. Merikull, F. Oropallo en A.C. Soares (2015b), *Assessing European Firms' Exports and Productivity Distributions: the CompNet Trade Module*, NBB, Working Paper 282.
- Blinder A. (1991), 'Why Are Prices Sticky? Preliminary Results from an Interview Study', *American Economic Review*, 81 (2), 89-96.
- Decramer S., C. Fuss en J. Konings (2014), *How do Exporters React to Changes in Cost Competitiveness?*, NBB, Working Paper 276.
- Di Comite F., J.-F. Thisse en H. Vandenbussche (2014), *Verti-zontal differentiation in export markets*, NBB, Working Paper 216.

Di Mauro F. en M. Ronchi (2015), *CompNet Report – Assessing European Competitiveness: the contribution of CompNet research*, ECB, June.

Dhyne E., C. Fuss en P. Sevestre (2014), *Assessing export competitiveness at the very micro level: Lessons from matched Belgian and French data*, mimeo.

Dhyne E., G. Magerman en S. Rubinova (2015), *The Belgian production network 2002-2012*, NBB, Working Paper 288.

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

Ferrando A., C. Altomonte, S. Blank, P. Meinen, M. Iudice, M.-H. Felt, K. Neugebauer en I. Siedschlag (2015), *Assessing the financial and financing conditions of firms in Europe: the financial module in CompNet*, ECB, Working Paper 1836.

Giordano C. en F. Zollino (2015), *Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro area countries*, ECB, Working Paper 1789.

Karagalou P., K. Benkovskis and the CompNet Task Force (2015), *Compendium on the diagnostic toolkit for competitiveness*, ECB, Occasional Paper 163.

Khandelwal A. (2010), 'The Long and Short (of) Quality Ladders', *Review of Economic Studies*, 77 (4), 1450-76.

Lopez-Garcia P., F. di Mauro, N. Benatti, C. Angeloni, C. Altomonte, M. Bugamelli, L. D'Aurizio, G. Barba Navaretti, E. Forlani, S. Rossetti, D. Zurlo, A. Berthou, C. Sandoz-Dit-Bragard, E. Dhyne, J. Amador, L. D. Opromolla, A. C. Soares, B. Chiriacescu, A.-M. Cazacu, T. Lalinsky, E. Biewen, S. Blank, P. Meinen, J. Hagemeyer, P. Tello, A. Rodríguez-Caloca, U. Čede, K. Galuščák, J. Meriküll en P. Harasztosi (2014), *Micro-based evidence of EU competitiveness: the CompNet database*, ECB, Working Paper 1634.

Lopez-Garcia P., F. di Mauro and the CompNet Task Force (2015), *Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database*, ECB, Working Paper 1764.

Melitz M. J. (2003), 'The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity', *Econometrica*, 71(6), 1695-1725.

Mion G. en L. D. Opromella (2015), *Managers' mobility, trade performance, and wages*, ECB, Working Paper 1596.

Nagengast A. en R. Stehrer (2015), *The great collapse in value added trade*, ECB, Working Paper, forthcoming.

Olley G. S. en A. Pakes (1996), 'The dynamics of productivity in the telecommunications equipment industry', *Econometrica*, 64(6), 1263-1297.

Timmer M.P., B. Los, R. Stehrer. en G.J. de Vries (2013), 'Fragmentation, incomes and jobs. An analysis of European competitiveness', *Economic Policy*, 28(76), 613-661.

Vandenbussche H. (2014), *Quality in exports*, European Economy Economic Paper 528.

Vershelde M., M. Dumont, B. Merlevede en G. Rayp (2014), *European competitiveness – A semiparametric stochastic metafrontier analysis at the firm level*, NBB, Working Paper 261.

Resultaten van de derde ronde van de enquête naar de loonvorming in België

D. Cornille^(*)

Inleiding

In 2014 en 2015 hebben vijftientig landen van de Europese Unie deelgenomen aan een geharmoniseerde enquête over de manier waarop de Europese ondernemingen de lonen (en prijzen) bepalen, in het kader van het Wage Dynamics Network (WDN), een onderzoeksnetwerk van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) dat de kenmerken van de loondynamiek bestudeert.

De enquête is toegespitst op de periode 2010-2013 en bevat vragen over de indruk die de ondernemingen hebben van de aard van de veranderingen in de economische omgeving als gevolg van de overheidsschuldencrisis, over hun reactie op die veranderingen en over de rol van de financiële beperkingen. Hierover werden al twee enquêtes gehouden in 2007 en 2009. De eerste enquête, in 2007, bestreek 17 landen en had tot doel beter te begrijpen hoe de ondernemingen de lonen en het arbeidsvolume aanpassen en wat de wisselwerkingen met de prijsvorming waren. In 2009 heeft een subgroep van 10 landen een beknoptere aanvullende enquête gehouden om meer inzicht te krijgen in de reacties van de ondernemingen op het vlak van lonen en werkgelegenheid tegen de achtergrond van de grote recessie.

De in dit artikel toegelichte enquête is erop gericht de analyse van het gedrag van de ondernemingen te

actualiseren, door de impact van de meest recente crisis en met name de invloed van de ten uitvoer gelegde hervormingen te beoordelen. Hoewel dat in België minder het geval was, brachten tal van landen in de periode 2010-2013 hervormingen tot stand die de werking van de arbeidsmarkt ingrijpend beïnvloedden. De vergelijkende analyse van de resultaten van de enquête in de verschillende landen is momenteel gaande en zou binnenkort beschikbaar moeten zijn in de vorm van een 'occasional paper' van de ECB. Intussen zouden verscheidene nationale rapporten moeten verschijnen. Dit artikel draagt tot dat proces bij. Het beschrijft de voornaamste resultaten van de enquête van 2014 voor België⁽¹⁾.

In de verschillende landen lopen diverse specifiekere onderzoeksprojecten die de gegevens van de enquête aanwenden. Ze zullen aan bod komen in aparte publicaties.

Net als bij de voorgaande edities is een van de troeven van de enquête de harmonisering van de vragenlijst, die werd opgesteld na overleg tussen de vijftientig landen die aan het WDN deelnemen. Het netwerk voorzag echter ook in de mogelijkheid om al dan niet bepaalde optionele vragen of eventueel specifieke vragen op te nemen, naar gelang van de behoeften. Alle optionele vragen werden in de Belgische vragenlijst opgenomen, op vier na, dit om de enquête niet te lang te maken en zodoende het non-responsrisico te verlagen, dat doorgaans evenredig is met de lengte van een enquête. Een van de moeilijkheden bij het ontwerpen van de enquête bestond erin een referentieperiode te kiezen die gemeenschappelijk is voor alle landen. De periodes van economische spanningen vielen immers niet noodzakelijk samen voor de verschillende landen. Derhalve werd ervoor gekozen geen uitdrukkelijk verband

(*) De auteur dankt de ongeveer 1 000 Belgische ondernemingen die aan de enquête hebben deelgenomen, alsook de afdeling 'Conjunctuur' van het departement Algemene statistiek voor het organiseren van de enquête.

(1) Van dit artikel werd een voorlopige versie opgemaakt die bestemd is voor een publicatie van de resultaten per land op de website van de ECB. Voor een analyse van de resultaten van de voorgaande enquêtes cf. Druant, Du Caju en Delhez (2008) of de Walque, Druant, Du Caju en Fuss (2010). Voor aanvullende informatie wordt verwezen naar de volgende webpagina: <http://www.nbb.be/wdn>

te leggen tussen de beschouwde periode, 2010-2013, en de term 'crisis'. Sommige landen hebben de vragenlijst dan ook uitgebreid door bepaalde vragen uit te splitsen voor uiteenlopende periodes. Hierdoor konden de landen die niet aan de voorgaande enquêtes hadden deelgenomen, de resultaten aanvullen voor eerdere periodes.

De vragenlijst voor België, die kan worden geraadpleegd op de website van de Bank⁽¹⁾, bestaat uit vier delen, naast de algemene gegevens die een beeld geven van de bedrijfstak en het ondernemingstype. Een eerste deel gaat over de veranderingen in de economische omgeving tijdens de periode 2010-2013 waarbij het type en de intensiteit worden vastgesteld van de schokken die de ondernemingen konden treffen. Een tweede deel handelt over de structuur en de aanpassing van de arbeidskrachten van de bevraagde ondernemingen, terwijl het derde deel betrekking heeft op de loonaanpassingen. Het laatste deel, dat de deelnemende landen naar keuze aan de enquête mochten toevoegen, gaat in op de prijsvorming en de prijsaanpassingen.

De vragenlijst bevat 35 vragen van drie verschillende types. In een beperkt aantal gevallen dienden de ondernemingen cijfergegevens in te vullen. Voorts moesten ze voor bepaalde vragen een of meer antwoorden aankruisen. Ten slotte werden de deelnemers verzocht de intensiteit, de relevantie- of moeilijkheidsgraad, of het relatieve belang van een bepaalde bewering te preciseren. In die beide laatste gevallen werden de hierna toegelichte antwoorden uitgesplitst zonder de non-respons en de eventuele keuzemogelijkheid 'ik weet het niet' in aanmerking te nemen.

De toelichting van de resultaten van de enquête omvat vijf hoofdstukken. Het eerste handelt over de praktische uitvoering van de enquête. In het tweede wordt uit macro-economisch oogpunt de algemene context geschetst van de arbeidsmarkt in België tijdens de referentieperiode van de enquête. Het derde hoofdstuk gaat dieper in op de reactie van de ondernemingen en de aanpassing van de lonen. In het vierde worden de prijsveranderingen onderzocht en in het laatste hoofdstuk worden de voornaamste resultaten samengevat.

1. De enquête

De Belgische enquête heeft betrekking op bedrijven uit de verwerkende nijverheid, de bouwnijverheid, de handel, de zakelijke dienstverlening en de financiële instellingen met ten minste vijf werknemers. De bedrijfstakken die de enquête bestrijkt, vertegenwoordigen samen 52 % van de

werkgelegenheid in de Belgische bedrijven (ongerekend zelfstandigen). De enquête werd door de Nationale Bank van België gehouden in juni en september 2014, na een testfase bij een tiental ondernemingen die het mogelijk maakte de vragenlijst duidelijker op te stellen. De vragenlijst werd via de post verzonden, maar de bedrijven kregen eveneens de mogelijkheid een elektronische versie te gebruiken.

De definitieve vragenlijst werd in totaal naar 4 641 ondernemingen gezonden. De steekproef was deels gebaseerd op de groep van ondernemingen die de vorige WDN-enquête in 2007 hadden beantwoord en die in ruime mate ook zijn opgenomen in het staal dat de Bank hanteert voor de maandelijkse conjunctuurenquête in de verwerkende nijverheid, de bouwnijverheid, de handel en de diensten. De steekproef werd vervolgens uitgebreid tot de energiesector en de financiële instellingen, teneinde de representativiteit voor de andere bedrijfstakken te verhogen. Bedrijven met minder dan vijf werknemers werden buiten beschouwing gelaten.

In totaal namen 991 bedrijven aan de enquête deel, zodat de responsgraad 21 % bedroeg. Gelet op de lengte van de vragenlijst mag dit percentage als bevredigend worden beschouwd, hoewel het lager is dan in de voorgaande ronden (met een kortere vragenlijst). De deelnemende ondernemingen zullen een samenvatting ontvangen van de resultaten die zijn afgeleid uit de antwoorden voor hun bedrijfstak. De steekproef werd zodanig opgesteld dat grote bedrijven oververtegenwoordigd waren. Terwijl de deelnemende bedrijven 1,7 % van het totale aantal ondernemingen in de populatie uitmaken, nemen ze 5,4 % van de werkgelegenheid voor hun rekening. Helaas was de responsgraad voor de energiesector gelijk aan nul, terwijl hij relatief hoog was voor de financiële sector. Bij de interpretatie van de resultaten voor de financiële sector moet echter rekening worden gehouden met het lage aantal deelnemers. In de onderstaande tabel wordt de steekproef gedetailleerd beschreven.

De responsgraad per vraag is gemiddeld hoger dan 95 % en varieert tussen 100 % en 83 % voor de vraag over de dekking inzake collectieve loonovereenkomsten.

De antwoorden stroken doorgaans met de informatie uit andere bronnen. Een uitzondering hierop zijn evenwel de vragen over het loononderhandelingsproces, die ook behoren tot de vragen waarvoor de responsgraad het laagst is. Zo vermeldde slechts ongeveer 50 % van de bedrijven dat een buiten de onderneming gesloten collectieve arbeidsovereenkomst van kracht was, terwijl een cijfer boven 90 % kon worden verwacht, gelet op de centrale rol van het stelsel van loononderhandelingen in België. Een mogelijke verklaring voor deze inconsistentie zou kunnen zijn dat in de perioden 2011-2012 en 2013-2014 (alsook

(1) Zie www.nbb.be/nl/wage-dynamics-network-wdn-3

TABEL 1

STEEKPROEF

(4 641 gecontacteerde bedrijven, 991 hebben deelgenomen⁽¹⁾: responsgraad 21 %)

	Populatie (meer dan 5 werknemers)		Deelnemers (meer dan 5 werknemers)		Representativiteit (in %)		Steekproef	
	Aantal bedrijven ⁽²⁾	Werk- nemers ⁽³⁾	Aantal bedrijven	Werk- nemers	Aantal bedrijven	Werk- nemers	Aantal bedrijven	Respons- graad (in %)
Totaal	58 448	1 977 590	991	106 920	1,7	5,4	4 641	21,4
Verwerkende nijverheid	9 159	472 626	416	47 318	4,5	10,0	1 929	21,6
Energie	47	17 798	0	0	0,0	0,0	25	0,0
Bouwnijverheid	8 556	171 905	206	11 853	2,4	6,9	765	26,9
Handel	16 344	422 127	113	9 831	0,7	2,3	668	16,9
Zakelijke dienstverlening	22 777	784 198	243	36 121	1,1	4,6	1 210	20,1
Financiële instellingen	1 565	108 936	13	1 797	0,8	1,6	44	29,5
Van 5 tot 19 werknemers	42 630	360 787	250	2 724	0,6	0,8		
Van 20 tot 49 werknemers	10 322	298 098	243	7 941	2,4	2,7		
Van 50 tot 199 werknemers	4 262	361 610	407	38 517	9,5	10,7		
200 werknemers en meer	1 234	957 095	91	57 738	7,4	6,0		

Bronnen: ADS, NBB.

(1) Ongerekend bedrijven met minder dan 5 werknemers en ondernemingen waarvan de NACE-code ontbreekt.

(2) Bedrijven die in België werkzaam waren in 2012 (bron: ADS).

(3) Bedrijven die RSZ-aangiften indienen en die behoren tot de bedrijfstakken waarop de enquête betrekking heeft (in het eerste kwartaal van 2013).

in 2015-2016) de ontwerpen van centraal akkoord, die niet door alle sociale partners waren goedgekeurd, door de federale overheid werden opgelegd. De respondenten hebben dit misschien geïnterpreteerd als een teken dat er geen formele 'overeenkomst' was, hoewel een loonbeleid werd gevoerd dat alle kenmerken had van een overeenkomst.

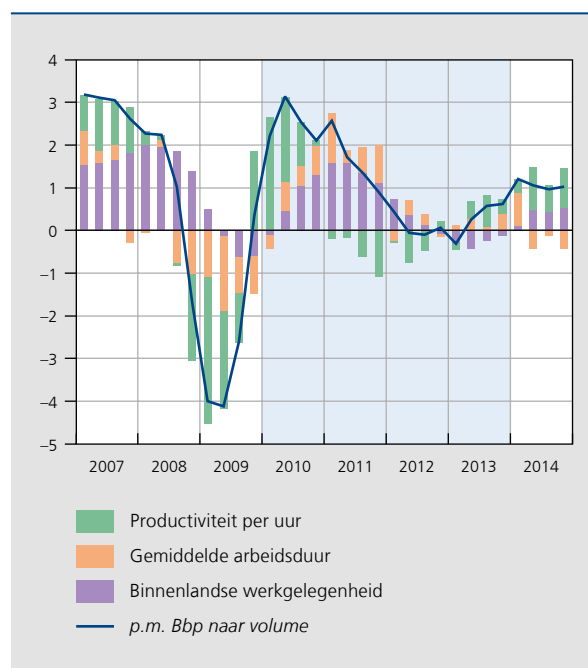
Om de enquêteresultaten representatief te maken voor de hele populatie van de ondernemingen, moeten ze worden gewogen. Daartoe werd de populatie onderverdeeld in strata op basis van de bedrijfstak en het aantal werknemers. De wegingscoëfficiënten worden berekend als de verhouding tussen de ondernemingspopulatie in elk stratum en het aantal bedrijven die de enquête hebben beantwoord in elk stratum. Tenzij anders vermeld, werden de in dit artikel toegelichte resultaten op die wijze gewogen, en werden de ontbrekende antwoorden buiten beschouwing gelaten. Dit is de aanpak die het WDN oorspronkelijk had gekozen voor de publicatie van alle nationale rapporten.

2. Economische context

De economische omgeving en de arbeidsmarktontwikkelingen werden in de periode 2010-2013 nog steeds deels

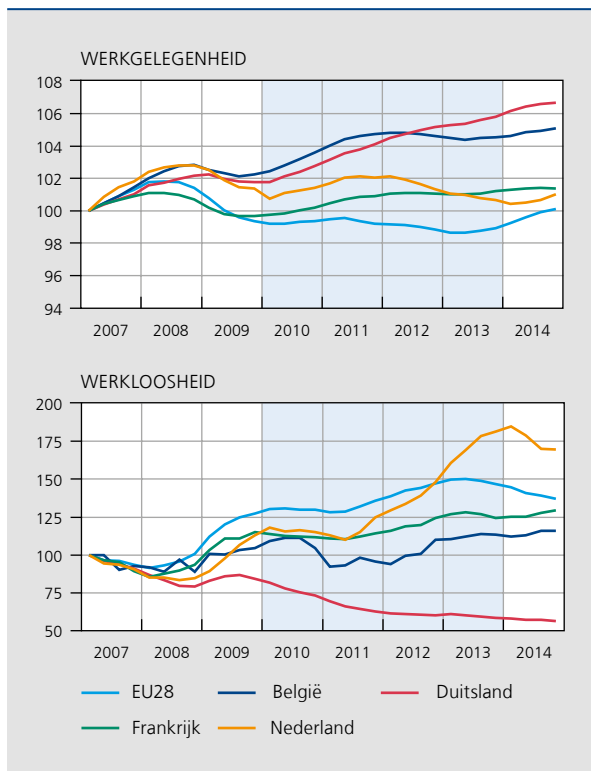
GRAFIEK 1 WERKGELEGENHEID, ARBEIDSDUUR EN PRODUCTIVITEIT

(bijdrage aan de groei op jaarbasis van het bbp, in procentpunt, voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)



Bron: INR.

GRAFIEK 2 WERKGELEGENHEID EN WERKLOOSHEID
(seizoengezuiverde gegevens, indexcijfers 2007 k1 = 100)



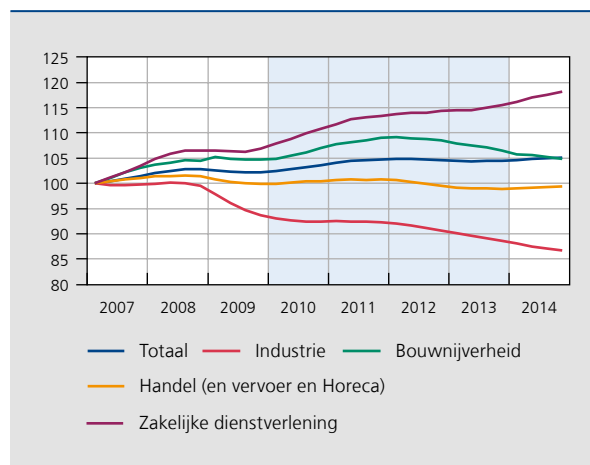
Bron: EC.

gekenmerkt door de gevolgen van de in 2008 ingezette financiële en economische crisis. In België resulteerde dat in een daling van de binnenlandse werkgelegenheid – en een stijging van de werkloosheid – die aanvankelijk beperkt bleef in vergelijking met buurlanden zoals Frankrijk, Nederland en gemiddeld in de EU. Die beperkte afname van de werkgelegenheid ging gepaard met een scherpe daling van de productiviteit per uur en de gemiddelde arbeidsduur. De vrijwaring van de werkgelegenheid kan worden toegeschreven aan verscheidene flexibiliteitsmechanismen. Het stelsel van de tijdelijke werkloosheid speelde een belangrijke rol, te meer daar het bij het begin van de crisis werd uitgebreid teneinde de werkgevers in staat te stellen de benutting van hun personeelsbestand vlotter aan te passen aan de vermindering van hun activiteit en ontslagen te vermijden. Die mogelijkheid werd op ruime schaal aangewend, vooral in de verwerkende nijverheid, deels omdat de crisis destijds als tijdelijk werd beschouwd en de financiële situatie van de Belgische bedrijven gezond was. Tegelijkertijd werd de binnenlandse werkgelegenheid ondersteund door de intensieve creatie van gesubsidieerde banen (bijvoorbeeld in het kader van het stelsel van de dienstencheques). Het aanhouden van de crisis in 2012 en 2013 leidde evenwel tot een sterke

daling van de werkgelegenheid in 2013, behalve in de bedrijfstak zakelijke dienstverlening. De vermindering was het grootst in de industrie, hoewel de bedrijvigheid in die sector in geringere mate terugliep dan in 2009. Over het algemeen kan de verslechtering van de werkgelegenheid worden toegeschreven aan verscheidene factoren. Ten eerste waren de ondernemingen, na tijdens de eerste fase van de crisis intensief gebruik gemaakt te hebben van tijdelijke werkloosheid, in het licht van verslechterende vooruitzichten en financiële posities als gevolg van een aanhoudend stagnerende economische activiteit uiteindelijk verplicht hun personeelsbestand te verminderen. Voorts werd het stelsel van de tijdelijke werkloosheid gecorrigeerd om het oneigenlijk gebruik ervan te voorkomen. Ten slotte was de creatie van gesubsidieerde banen gematigder dan in 2008. In 2014 profiteerde de arbeidsmarkt van het in 2013 ingezette herstel. De verhoogde economische activiteit leidde eerst tot een verbeterde productiviteit, zoals vaak het geval is in een soortgelijke situatie. De situatie op de arbeidsmarkt werd snel beter en dat kwam tot uiting in een stijging van de binnenlandse werkgelegenheid in 2014.

Het loonmatigingsbeleid – in de vorm van beperkingen van de conventionele loonsverhogingen – dat startte in 2009, droeg bij aan de verbetering van de veerkracht van de economie. Het hielp de bedrijven hun concurrentievermogen te vrijwaren door de toename van de kosten te beperken en droeg uiteindelijk bij aan het daaropvolgend herstel. Op nationaal niveau heeft het loononderhandelingsproces in België een grote actieradius, maar het werd recentelijk ondermijnd door de moeilijkheden om tot akkoorden te komen (zie Kader over loonvorming).

GRAFIEK 3 WERKGELEGENHEID NAAR BEDRIJFSTAK
(voor seizoeninvloeden gezuiverde gegevens, indexcijfers 2007 k1 = 100)



Bron: INR.

De hiërarchische structuur ervan beperkt bovendien ook het aanpassingsvermogen van de bedrijven inzake loonbeleid, een kenmerk dat wordt weerspiegeld in de antwoorden uit de enquête.

Tijdens de beschouwde periode vonden overigens geen radicale hervormingen op de arbeidsmarkt plaats. Heel wat van de genomen maatregelen waren van tijdelijke aard. Toch werden in vele gebieden veranderingen waargenomen, zoals de toegenomen degressiviteit van de werkloosheidsuitkeringen, de beperking van de vroeggevoerde uittredingsregelingen, het optrekken van de wettelijke pensioenleeftijd en, hoewel uitgevoerd in 2014,

de harmonisering van de statuten van arbeiders en bedienden.

De macro-economische omgeving in de periode 2010-2013 wordt in hoge mate weerspiegeld in de antwoorden op de vragen uit de WDN-enquête. Al met al werd België, in vergelijking met andere landen, gekenmerkt door een relatieve stabiliteit, hoewel de bedrijven naargelang van hun kenmerken, in verschillende mate door de crisis getroffen werden. De WDN-enquête biedt een unieke kans om een beter inzicht te krijgen in de wijze waarop de ondernemingen getroffen werden en de manier waarop ze reageerden.

Kader – Loonvorming in de private sector in België

Loonsverhogingen in de private sector zijn het gevolg van onderhandelingen die achtereenvolgens op drie niveaus worden gevoerd: op nationaal niveau, op sectorniveau en op bedrijfsniveau. Die onderhandelingen vinden om de twee jaar plaats in een specifiek institutioneel kader dat voorziet in een algemeen gewaarborgd minimumloon, in een automatische indexering van de brutolonen aan de zogenoemde 'gezondheidsindex'⁽¹⁾ van de consumptieprijzen en in een loonnorm (indicatief of maximaal, afhankelijk van de periode) die bepaald wordt op nationaal niveau, conform de wet van juli 1996 tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen.

Op nationaal niveau is de loonnorm een marge voor de groei van de nominale uurloonkosten van het personeel in de Belgische ondernemingen, waarbij rekening wordt gehouden met het verwachte verloop van de nominale loonkosten in de drie voornaamste buurlanden (Duitsland, Frankrijk en Nederland). Wordt geen akkoord bereikt door de sociale partners, dan kan de regering zelf unilateraal de loonnorm vastleggen, zoals het geval geweest is sinds 2011.

In reactie op de crisis werd voor de periode 2009-2010 geen nominale loonnorm bepaald. Andere loonsverhogingen dan de indexeringen en barema-aanpassingen werden toegekend als eenmalige vaste bedragen, die niet meer mochten bedragen dan € 125 in 2009 en € 250 in 2010. Voor 2011-2012 liet het ontwerp van loonakkoord (dat door de regering werd opgelegd) opnieuw een procentuele loonsverhoging per uur toe (0,3 % in 2012) bovenop de indexeringen en de baremaverhogingen, maar de term 'loonnorm' werd niet meer gebruikt⁽²⁾. Voor 2013-2014 en meer recentelijk voor 2015-2016, werd het centraal akkoord opnieuw door de regering opgelegd. Voor 2013-2014 werd geen verhoging van de bezoldiging per uur toegestaan, uitgezonderd indexeringen en baremaverhogingen, teneinde de loonhandicap ten opzichte van de drie voornaamste buurlanden weg te werken.

Over reële loonsverhogingen wordt onderhandeld in de voornamelijk per economische bedrijfstak opgezette paritaire comités⁽³⁾ (er zijn meer dan 100 paritaire comités), in het begin van oneven jaren. In principe wordt in de eerste helft van het jaar een akkoord gesloten. Het resultaat van die sectoronderhandelingen mag niet uitkomen onder het wettelijk bepaald gewaarborgd minimumloon. Een dergelijk akkoord kan worden aangevuld met op bedrijfsniveau gesloten overeenkomsten. Hoewel overeenkomsten op bedrijfsniveau in belang zijn toegenomen, wordt België traditioneel beschouwd als een land waar de lonen overwegend worden bepaald op intermediair (sectoraal) niveau, anders dan in landen met een meer gecentraliseerde of gedecentraliseerde loonvorming.

(1) Nationale consumptieprijsindex ongerekend de producten die schadelijk worden geacht voor de gezondheid (vandaar de naam): alcoholhoudende dranken, tabak, benzine en diesel.

(2) Dit houdt in dat de all-in clauses irrelevant werden, omdat ze gebaseerd zijn op het overschrijden van de nominale loonnorm.

(3) Ze worden paritaire comités genoemd omdat ze bestaan uit een gelijk aantal vertegenwoordigers van werkgevers en werknemers.

3. Reactie van de ondernemingen en loonaanpassingen

Verschillende types van schokken

In deze paragraaf wordt uiteengezet hoe de ondernemingen de oorzaken en de omvang omschrijven van de schokken waardoor ze in de periode 2010-2013 zijn getroffen. Deze periode werd gekozen omdat ze de overheidsschuldencrisis omvat, hoewel daar in de enquête niet uitdrukkelijk naar wordt verwezen. In België kwamen in die periode geen bijzonder grote werkgelegenheidseffecten voor, behalve in de verwerkende nijverheid.

Op de vraag hoe vijf verschillende factoren met betrekking tot de economische omstandigheden hun bedrijvigheid hebben beïnvloed, antwoordden de ondernemingen dat 'het vermogen van de klanten om te betalen' en het vraagpeil het grootste negatieve effect hadden op hun bedrijvigheid in de periode 2010-2013. Dit was in het bijzonder het geval voor bedrijven in de verwerkende nijverheid. Ook de 'variabiliteit/onzekerheid van de vraag' werd als een negatieve factor vermeld, maar een groter percentage ondernemingen antwoordde dat ze geen of positieve effecten hadden ondervonden. Dit was ook het geval voor de factoren 'toegang tot externe financiering' en 'voorraadbeschikbaarheid', hoewel het aandeel van de bedrijven dat gewag maakte van een positief effect, veel kleiner was; de overgrote meerderheid verklaarde geen effect te hebben gemerkt. Interessant is dat naarmate de ondernemingsgrootte (in aantal werknemers) toeneemt, de 'toegang tot externe financiering' minder vaak als negatief effect vermeld wordt, wat de veronderstelling

bevestigt dat kleinere bedrijven gevoeliger zijn voor kredietbeperkingen.

In verband met de tijdelijke of blijvende aard van de schokken die de vijf verschillende factoren met betrekking tot de economische omstandigheden beïnvloedden, wezen de meeste antwoorden in de richting van voorbijgaande of slechts gedeeltelijk blijvende schokken. De factoren met de sterkst negatieve invloed leken evenwel ook die waar de effecten het meest langdurig zijn, namelijk het 'vermogen van de klanten om te betalen' en het vraagpeil. Opnieuw was dit meer uitgesproken het geval in de verwerkende nijverheid. Uit een aanvullende analyse blijkt dat negatieve effecten als minder tijdelijk en als langduriger worden beschouwd, en dat zulks nog meer het geval is in de verwerkende nijverheid.

In de enquête werd de bedrijven ook gevraagd naar het verloop van de prijs van en de vraag naar hun voornaamste product in de periode 2010-2013; de antwoorden daarop verschilden naargelang de beschouwde markt. Op de binnenlandse markt zag een groot aandeel van de ondernemingen de vraag afnemen, maar een grote groep liet ook prijsstijgingen optekenen. Op de buitenlandse markten bleven de vraag en de prijzen vaker onveranderd (voor zes bedrijven op tien). Als alleen de bedrijven in aanmerking worden genomen die zich tijdens de crisis genoodzaakt zagen hun arbeidskosten aan te passen, wordt voor de meeste een afname van de vraag opgetekend, onafhankelijk van de markt, alsook meer prijsveranderingen (meer prijsdalingen op beide markten, maar ook meer prijsstijgingen op de buitenlandse markten).

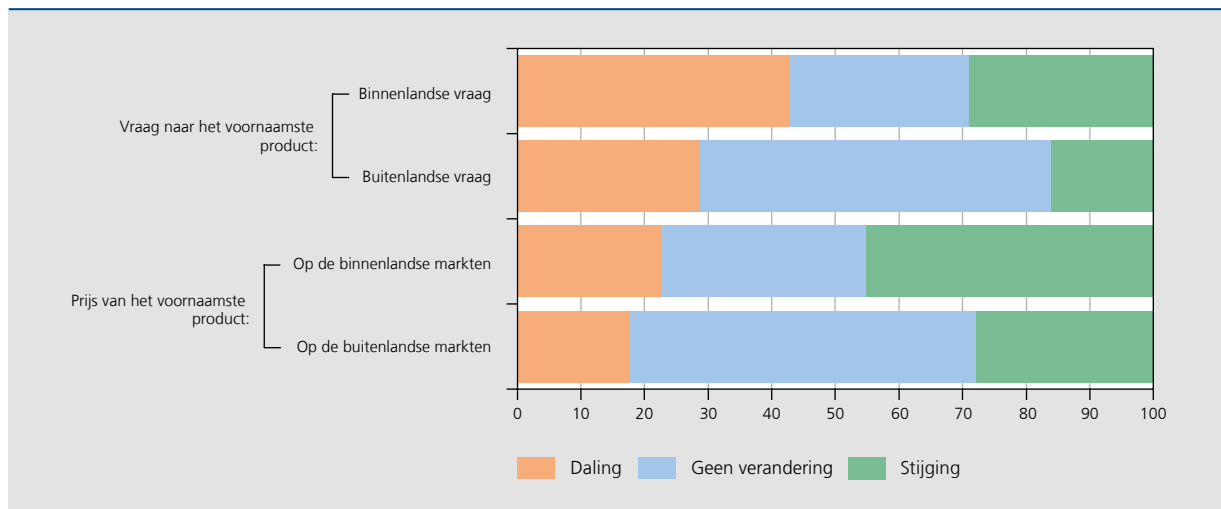
TABEL 2 ECONOMISCHE OMSTANDIGHEDEN EN EFFECTEN OP DE BEDRIJVIGHEID VAN ONDERNEMINGEN IN DE PERIODE 2010-2013 (in %)

	Type van effecten ⁽¹⁾ , percentage van de antwoorden			Persistentiëgraad, percentage van de antwoorden		
	Negatieve effecten	Geen effecten	Positieve effecten	Voorbijgaande effecten	Slechts ten dele blijvende effecten	Langdurige effecten
Vraagpeil	51	20	28	19	39	41
Variabiliteit / Onzekerheid van de vraag	35	42	23	22	42	35
Toegang tot externe financiering	24	67	10	36	38	27
Vermogen van de klanten om te betalen	51	41	8	23	41	36
Voorraadbeschikbaarheid	22	74	4	36	37	27

Bron: NBB.

(1) Negatieve effecten worden gedefinieerd als de som van een sterke daling en een gematigde daling. Positieve effecten worden gedefinieerd als de som van een gematigde stijging en een sterke stijging.

GRAFIEK 4 VERLOOP VAN DE PRIJZEN EN DE VRAAG IN DE PERIODE 2010-2013
(in %)



Bron: NBB.

Hoe hebben de ondernemingen gereageerd?

In de loop van 2010-2013 werd het merendeel van de ondernemingen geconfronteerd met een stijging van de kosten, die doorgaans voortvloeide uit een toename van de loonkosten. Dit geldt voor alle grootteklassen, hoewel grotere bedrijven vaker een stijging van de loonkosten aangaven. De overige kosten en de bevoorradingskosten, in volgorde van belang, speelden eveneens een rol. Voorts meldt 30 % van de ondernemingen een stijging van de financieringskosten, maar een interessante vaststelling is dat meer dan 20 % daarentegen een daling van die kosten aangeeft. De antwoorden op deze vraag verschillen niet veel van sector tot sector, met uitzondering van de industrie, waar bedrijven vaker een stijging van de bevoorradingskosten en de overige kosten vermeldden.

Door de resultaten betreffende het verloop van de kosten te toetsen aan de antwoorden over de schokken die de ondernemingen troffen, kunnen hypothesen worden opgesteld over de strategieën die de ondernemingen hebben gehanteerd om het hoofd te bieden aan deze crisisperiode.

Op basis van deze onrechtstreekse benadering blijkt dat, tussen 2010 en 2013, de ondernemingen waarvan de bedrijvigheid negatief werd beïnvloed door een van de factoren uit de enquête vaker werden geconfronteerd met veranderingen van hun totale kosten. Dat is voornamelijk het geval voor de bedrijven die te maken kregen met een daling van de vraag naar hun product,

of met het onvermogen van hun klanten om aan de contractuele bepalingen te voldoen. Bij de minder zwaar getroffen ondernemingen was de opwaartse druk op de totale kosten doorgaans geringer, behalve wanneer het vermogen van de klanten om te betalen een probleem vormde. De door de crisis getroffen ondernemingen dienden met andere woorden vaker een beleid van kostenverlaging te voeren. Deze druk op de kosten had in het bijzonder een weerslag op de arbeidskosten. Alle ondernemingen die een negatieve invloed van de crisis ondervinden, ongeacht welke factor daarin een rol speelt, laten echter gemiddeld vaker een stijging van de financieringskosten optekenen dan

TABEL 3 VERLOOP VAN DE TOTALE KOSTEN EN DE COMPONENTEN ERVAN IN DE PERIODE 2010-2013
(in %)

	Percentage van de antwoorden:		
	Dalend	Onveranderd	Stijgend
Totale kosten	11	14	75
Arbeidskosten	8	14	78
Financieringskosten	21	50	30
Bevoorradingskosten	6	53	41
Overige kosten	5	52	43

Bron: NBB.

TABEL 4 AANPASSING VAN DE TOTALE KOSTEN EN DE ARBEIDSKOSTEN, VOLGENS DE TYPES SCHOKKEN WAARMEE DE ONDERNEMINGEN GECONFRONTEERD WERDEN

(in %)

Volgens de voornaamste types schokken: Negatieve weerslag op ondernemingen door de volgende factoren:

	Vraagpeil		Vermogen van de klanten om te betalen		Variabiliteit/Onzekerheid van de vraag		Toegang tot externe financiering	
	Ja ⁽¹⁾	Nee ⁽¹⁾	Ja ⁽¹⁾	Nee ⁽¹⁾	Ja ⁽¹⁾	Nee ⁽¹⁾	Ja ⁽¹⁾	Nee ⁽¹⁾
Geheel van de ondernemingen	51	49	51	49	35	65	24	76
Kostenverloop (2010-2013)								
Totale kosten								
Geen verandering	9	19	10	18	12	15	15	14
Saldo van de antwoorden in opwaartse zin ⁽²⁾	55	72	64	62	53	69	60	64
Arbeidskosten								
Geen verandering	11	17	13	15	12	15	13	14
Saldo van de antwoorden in opwaartse zin ⁽²⁾	64	76	69	71	67	72	67	71
Financieringskosten								
Geen verandering	48	51	42	58	47	51	35	54
Saldo van de antwoorden in opwaartse zin ⁽²⁾	15	3	19	-1	20	3	32	2

Bron: NBB.

(1) De kolom 'Ja' bevat de resultaten voor de ondernemingen waarvan de bedrijvigheid negatief werd beïnvloed door de factor in kwestie, en de kolom 'Nee' die voor de ondernemingen waarvoor dat niet het geval is.

(2) Het saldo van de antwoorden in opwaartse zin wordt berekend als het verschil tussen het percentage van ondernemingen waarvoor een (gematigde of sterke) stijging werd opgetekend en het percentage van ondernemingen waarvoor een (gematigde of sterke) daling werd opgetekend.

een daling. Dat geldt in het bijzonder voor ondernemingen die problemen hebben met de toegang tot externe financiering. De analyse van gegevens afkomstig van de Centrale voor kredieten aan ondernemingen bevestigt dat kleine ondernemingen waarvan het risicoprofiel tijdens de crisis verzwakte – de meest crisisgevoelige bedrijven – af te rekenen kregen met een ongunstig verloop van de kredietverlening.

De enquête biedt eveneens een beter inzicht in de componenten van het loonkostenverloop, en maakt het derhalve mogelijk de antwoorden van de ondernemingen op dat vlak nader te analyseren. De loonkosten worden bepaald door, enerzijds, het als input gebruikte arbeidsvolume (aantal werknemers, aantal gewerkte uren, enz.) en, anderzijds, de vergoeding van de factor arbeid door het bedrijf. In de periode 2010-2013 maakt (vrijwel) geen enkele Belgische onderneming melding van een loondaling, wat vanuit een internationaal perspectief een vrij unieke situatie is, aangezien in alle andere landen die aan de enquête deelnamen in verschillende mate loonsverminderingen werden opgetekend. Hoewel ongeveer 22 % van de ondernemingen antwoordde de basislonen in de periode 2010-2013 zogoed als niet te hebben gewijzigd, verklaarde een kleiner percentage, zowat 10 %, uitdrukkelijk de lonen in een van die vier

jaren te hebben bevroren. In 2010 en 2011 was dat 5 %, en in 2013 steeg dat tot 9 %, ongeveer evenveel als tijdens de crisis van 2009. In de bouwsector werden de lonen iets minder vaak bevroren of verlaagd, terwijl het tegengestelde gold voor de handelssector. Dit was ook het geval in de eerste WDN-enquête uit 2007, toen 5 % van de bedrijven aangaf de lonen ten minste eenmaal gedurende de vijf voorgaande jaren te hebben bevroren (1 % verlaagde de lonen). De meeste ondernemingen vermijden de lonen te verminderen uit vrees dat dit het moreel of de inzet van het personeel zou verzwakken en de meest productieve werknemers het bedrijf zouden verlaten. Een andere belangrijke en voor België bijzonder toepasselijke factor is de rol van de arbeidsreglementering en het loononderhandelingsstelsel, die het gebruik van die optie beperken.

Naast het basisloon kunnen ondernemingen het variabele gedeelte van de lonen aanpassen. In de enquête gaf slechts de helft van de bedrijven aan deze component van de beloning niet te hebben gewijzigd. Wanneer de door de crisis getroffen ondernemingen afzonderlijk worden beschouwd, valt paradoxaal genoeg vast te stellen dat het basisloon vaker werd verhoogd in ondernemingen die een negatief effect van de crisis ondervonden (behalve indien dit voortvloeide uit de toegang tot externe financiering).

TABEL 5 ONDERNEMINGEN DIE EEN VERLAGING OF BEVRIEZING VAN DE LONEN RAPPORTEREN
(in %)

	Bevriezing van de lonen	Verlagen van de lonen
Ten minste éénmaal in de periode 2010-2013	10,3	0,3
varvan:		
in 2010	5,4	0,2
in 2011	4,8	0,0
in 2012	6,6	0,0
in 2013	9,1	0,3
<i>p.m. Tijdens de periode 2004-2008⁽¹⁾</i>	<i>5,1</i>	<i>1,0</i>
<i>Tijdens de crisis van 2009⁽²⁾ ..</i>	<i>8,7</i>	<i>0,5</i>

Bron: NBB.

(1) WDN1-enquête van 2008.

(2) WDN2-enquête van 2009.

Voor het variabele gedeelte van de lonen is dat daarentegen meestal niet het geval. Er zijn inderdaad meer van de getroffen bedrijven die deze voordelen onveranderd lieten, en indien ze die toch aanpasten, waren er relatief minder ondernemingen die de variabele componenten verhoogden.

De meeste door een negatieve schok getroffen ondernemingen die hun kosten en meer bepaald hun arbeidskosten trachten te verminderen, slaagden daarin voor het variabele gedeelte van de lonen – een element waarover ze meer controle hebben – maar niet voor de basislonen, die veel meer afhankelijk van de institutionele loonvorming in België, wat de vraag kan doen rijzen in hoeverre de loonvorming adequaat is voor ondernemingen die geconfronteerd worden met een grotere nood om de lonen aan te passen. Een dergelijke situatie zou zich kunnen voordoen in het geval dat de zwaarst getroffen ondernemingen ernaar zouden streven het aantal lagergeschoolde werknemers te verminderen en enkel hooggeschoold personeel te behouden, van wie de verantwoordelijkheden en lonen sneller

TABEL 6 AANPASSING VAN DE ARBEIDSKOSTEN, VOLGENS HET TYPE SCHOKKEN WAARMEE DE ONDERNEMINGEN GECONFRONTEERD WERDEN
(in %)

Volgens de voornaamste types schokken: Negatieve weerslag op ondernemingen door de volgende factoren:

	Vraagpeil		Vermogen van de klanten om te betalen		Variabiliteit/Onzekerheid van de vraag		Toegang tot externe financiering	
	Ja ⁽¹⁾	Nee ⁽¹⁾	Ja ⁽¹⁾	Nee ⁽¹⁾	Ja ⁽¹⁾	Nee ⁽¹⁾	Ja ⁽¹⁾	Nee ⁽¹⁾
Verloop van de arbeidskosten volgens de componenten ervan								
Basislonen								
Geen verandering	19	24	17	26	20	23	27	20
Saldo van de antwoorden in opwaartse zin ⁽²⁾	79	75	81	73	78	77	70	79
Variabel gedeelte van de lonen (bonus, enz.)								
Geen verandering	54	46	47	52	55	47	62	46
Saldo van de antwoorden in opwaartse zin ⁽²⁾	42	53	49	45	40	51	34	51
Aantal vaste werknemers								
Geen verandering	42	43	44	40	49	39	46	41
Saldo van de antwoorden in opwaartse zin ⁽²⁾	-32	32	-9	8	-26	13	-17	4
Aantal tijdelijke werknemers								
Geen verandering	72	80	74	78	77	75	70	78
Saldo van de antwoorden in opwaartse zin ⁽²⁾	-3	10	1	6	-5	8	-9	7
Aantal gewerkte uren per persoon								
Geen verandering	61	81	65	77	62	76	70	71
Saldo van de antwoorden in opwaartse zin ⁽²⁾	-16	6	-10	0	-11	-2	-12	-3

Bron: NBB.

(1) De kolom 'Ja' bevat de resultaten voor de ondernemingen waarvan de bedrijvigheid negatief werd beïnvloed door de factor in kwestie, en de kolom 'Nee' die voor de ondernemingen waarvoor dat niet het geval is.

(2) Het saldo van de antwoorden in opwaartse zin wordt berekend als het verschil tussen het percentage van ondernemingen waarvoor een (gematigde of sterke) stijging werd opgetekend en het percentage van ondernemingen waarvoor een (gematigde of sterke) daling werd opgetekend.

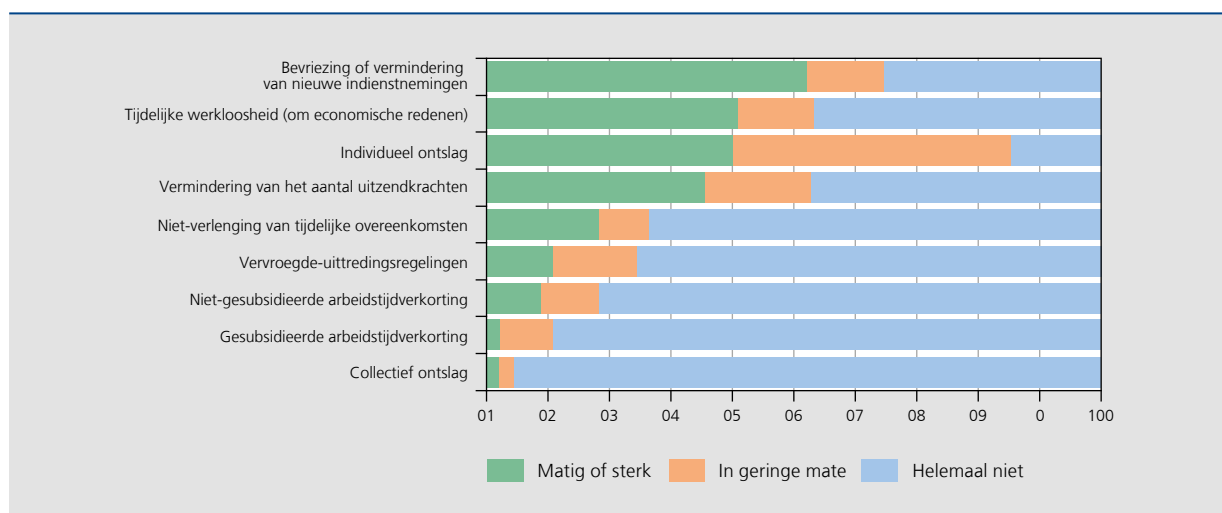
stijgen. Ook de stelling dat ondernemingen werknemers met veel anciënniteit (die dus relatief duurder zijn, ook om ze te ontslaan) in grotere mate zouden behouden, gaat enigszins in tegen de economische logica die herstructurende ondernemingen doorgaans hanteren. Niettemin zal uitvoeriger onderzoek nodig zijn om de hypothese van een inadequate reglementering inzake loonvorming voor de ondernemingen in kwestie te kunnen beoordelen.

De loonkosten verlagen wanneer de basislonen gemiddeld genomen opwaarts zijn gericht, komt onvermijdelijk neer op een vermindering van het arbeidsvolume, door het aantal vaste werknemers, de vormen van tijdelijke arbeid of het aantal gewerkte uren terug te schroeven. Op geaggregeerd niveau zijn er procentueel evenveel ondernemingen met een stijgend als met een dalend aantal vaste werknemers, namelijk telkens ongeveer een kwart van de ondervraagde ondernemingen; de rest – meer dan 40% – meldt geen wijzigingen in hun personeelsbestand. Dit strookt volkomen met het feit dat er op macro-economisch niveau geen sprake is van een groot effect op de werkgelegenheid, zoals eerder al werd gesteld. Niettemin laten ondernemingen die een negatieve weerslag ondervonden gemiddeld vrijwel altijd meer dalingen dan stijgingen optekenen voor de verschillende componenten van het arbeidsvolume, terwijl dat zogoed als nooit het geval is voor de andere. De relatieve afname van het aantal vaste werknemers is aanzienlijk, in het bijzonder voor de bedrijven die werden getroffen door een schok in het vraagpeil. Deze neerwaartse druk komt ook tot uiting, zij het in mindere mate, in de flexibeler inputs (op het niveau van uren en tijdelijke banen).

Deze onrechtstreekse benadering van de reacties van de ondernemingen wordt bevestigd door de analyse van de directere vragen over hun strategieën, zoals de vraag of ze zich in de periode 2010-2013 genoodzaakt zagen hun loonkosten aanzienlijk te verminderen. Uit de kruising met de vragen over de schokken die ze hebben moeten absorberen, blijkt dat de bedrijven die hun loonkosten het meest moesten terugschroeven, bijna een derde van alle ondernemingen, vaker forsere negatieve schokken hadden ondergaan, in het bijzonder op het vlak van het vraagpeil, de variabiliteit van de vraag en de toegang tot financiering. Dit geeft ook aan dat de verbanden tussen de verschillende types van schokken nader onderzoek verdienen, meer bepaald wat de beperkingen van externe financiering betreft. De persistentiegraad van de schokken ligt ook hoger voor ondernemingen die hun loonkosten het meest dienden aan te passen, met uitzondering van de schokken inzake toegang tot externe financiering, die gemiddeld beschouwd van meer voorbijgaande aard bleken te zijn.

Deze vaststellingen bevestigen grotendeels de conclusies die werden getrokken uit de eerste golf van de enquête in 2007, toen de bedrijven rechtstreeks werden bevroegd over hun reacties op verschillende hypothetische schokken. Ook daaruit bleek dat de kosten, in het bijzonder in grote ondernemingen, hoofdzakelijk via de werkgelegenheid zouden worden gedrukt door met name het aantal vaste werknemers en, in mindere mate, het aantal tijdelijke werknemers aan te passen.

GRAFIEK 5 MAATREGELEN TER VERMINDERING VAN HET PERSONEELSBESTAND DIE ZIJN GEBRUIKT DOOR ONDERNEMINGEN DIE AANGAVEN IN DE PERIODE 2010-2013 HUN ARBEIDSLNPUT AANZIENLIJK TE MOETEN TERUGSCHROEVEN OF DE SAMENSTELLING ERVAN TE MOETEN WIJZIGEN (32% VAN HET TOTAAL AANTAL ONDERNEMINGEN)
(in %)



Bron: NBB.

TABEL 7 VERMINDERING VAN ARBEIDSKOSTEN:
RELATIEF BELANG VAN LONEN EN
PERSENEELSBESTAND
(in %)

	Vermindering van het personeelsbestand	Geen vermindering van het personeelsbestand	Totaal
Lonen werden bevroren of verlaagd	3	8	11
Lonen werden niet bevroren noch verlaagd	31	58	89
Totaal	34	66	100

Bron: NBB.

De resultaten naar bedrijfstak bevestigen het sectoreffect dat op macro-economisch niveau wordt vastgesteld. In de industrie en de bouwnijverheid, evenals in de handel, wordt immers vaak melding gemaakt van een grotere daling van het aantal vaste werknemers en het aantal gewerkte uren en, in mindere mate, van het aantal tijdelijke werknemers en uitzendkrachten.

De ondernemingen die verklaarden dat ze genoodzaakt waren hun arbeidsinput te verminderen, besloten meestal

(1) In dit geval wordt met vermindering van het aantal werkuren of arbeidsduurverkortings doorgaans het zogenoemde (al dan niet gesubsidieerde) tijdskrediet of vrijwillige deeltijdarbeid bedoeld. Maatregelen van tijdelijke werkloosheid vallen daar niet onder. In 2009-2010 werd tijdelijk wel een specifiek 'crisis-tijdskrediet' ingevoerd (arbeidstijdverkortings met de helft of met 20%), maar die regeling betrof slechts 3 000 personen.

nieuwe indienstnemingen te bevroren of terug te schroeven, gevolgd door de invoering van tijdelijke werkloosheid, vooral in de verwerkende nijverheid en de bouwnijverheid. Deze laatste maatregel wordt doorgaans beschouwd als een essentieel kenmerk van de relatieve veerkracht van de werkgelegenheid in België gedurende de eerste fase van de crisis. Ook individuele ontslagen en de vermindering van het aantal uitzendkrachten waren belangrijke instrumenten voor bedrijven die hun personeelsbestand moesten aanpassen. Er werd tevens gebruik gemaakt van de niet-verlenging van tijdelijke arbeidsovereenkomsten, arbeidstijdverkortings⁽¹⁾ en vervroegde-uitredingsregelingen, zij het in mindere mate. Collectieve ontslagen kwamen in het beschouwde staal slechts zeer weinig voor.

Door de antwoorden van ondernemingen over de verlaging dan wel bevroering van de lonen samen te voegen met de antwoorden over hun noodzaak om hun personeelsbestand te verminderen of de samenstelling ervan te wijzigen, kan worden aangetoond welke combinatie het meest werd aangewend om de arbeidskosten te verminderen. Zowat 40% van de ondernemingen hanteerde een van de twee strategieën, of de beide samen. De meest gekozen mogelijkheid was de vermindering van het personeelsbestand (31%), terwijl slechts 11% van de ondernemingen in de periode 2010-2013 gedurende ten minste één jaar de lonen bevroer. De gecentraliseerde loonvorming in België is vermoedelijk een factor die verklaart waarom lonen betrekkelijk weinig als aanpassingsvariabelen worden gebruikt. De twee strategieën werden in slechts een klein percentage van de gevallen gezamenlijk toegepast (3%).

Loonvorming

Met betrekking tot de wijze waarop collectieve loonovereenkomsten de lonen beïnvloeden, antwoordde een

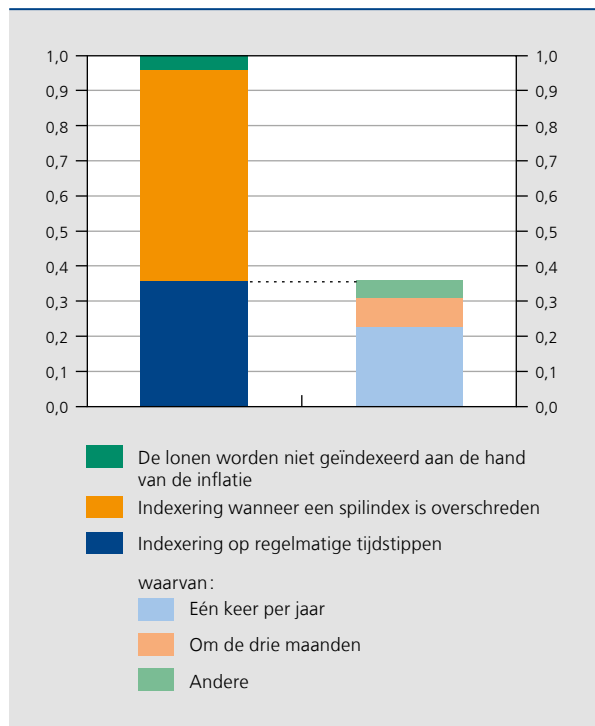
TABEL 8 VERANDERINGEN VAN DE COLLECTIEVE LOONOVEREENKOMSTEN
(in %, ongerekend het antwoord 'Nooit / Niet van toepassing')

	Totaal	Industrie	Bouwnijverheid	Handel	Zakelijke dienstverlening	Financiële instellingen
Meer dan één keer per jaar	9	2	33	4	6	0
Eén keer per jaar	31	34	18	36	33	13
Tussen de een en de twee jaar	15	9	7	9	25	25
Om de twee jaar	28	39	24	23	25	50
Minder dan één keer om de twee jaar	18	15	18	27	12	13

Bron: NBB.

p.m. De keuzemogelijkheid 'Nooit / Niet van toepassing' maakt 51% van alle antwoorden uit.

GRAFIEK 6 LOONINDEXERINGSSYSTEMEN
(in %)



Bron: NBB.

meerderheid van de bedrijven 'Nooit/Niet van toepassing'. Afgezien van deze laatste meldde 18% van de ondernemingen dat de loonovereenkomsten minder dan één keer om de twee jaar veranderen. Zoals vermeld in hoofdstuk 2, lijkt dit in tegenspraak te zijn met het institutionele kader, op grond waarvan een zeer groot gedeelte (ongeveer 90%) van de werknemers onder de nationale overeenkomsten valt die om de twee jaar worden herzien. In de eerste WDN-enquête van 2007 verklaarde 98% van de ondernemingen bovendien onder een paritair comité te ressorteren (waarin loonovereenkomsten doorgaans ook voor twee jaar worden gesloten), terwijl meer dan een kwart over een collectieve arbeidsovereenkomst op ondernemingsniveau beschikte. Een mogelijke verklaring voor deze inconsistentie zou kunnen zijn dat in de perioden 2011-2012 en 2013-2014 de nationale ontwerpovereenkomsten, die niet door alle sociale partners waren goedgekeurd, niettemin door de federale overheid werden bekrachtigd. De respondenten hebben deze situatie misschien geïnterpreteerd als een teken dat er geen formele 'overeenkomst' was, hoewel een loonbeleid werd gevoerd met alle aspecten van een interprofessioneel akkoord. Tot slot is het mogelijk dat sommige respondenten het antwoord 'Nooit/Niet van toepassing' hebben aangekruist om 'Ik weet het niet' aan te geven.

Bij de ondernemingen die gewag maakten van zeer frequente veranderingen in de collectieve loonovereenkomsten, lopen de resultaten enigszins uiteen naar bedrijfstak: in de industriële ondernemingen veranderen de overeenkomsten meestal jaarlijks, net als in de handel en de zakelijke dienstverlening, terwijl de bedrijven uit de bouwnijverheid ze meer dan één keer per jaar wijzigen. De financiële instellingen passen de overeenkomsten minder vaak aan, doorgaans om de twee jaar.

Een specifiek kenmerk van de loonvorming in België is de automatische indexering van de lonen aan de hand van de 'gezondheidsindex' van de consumptieprijzen. Hoe de indexering wordt toegepast, is afhankelijk van het mechanisme gekozen door het paritair comité waaronder elke onderneming/werknemer ressorteert.

Er zijn twee grote groepen van systemen: in de eerste worden de lonen geïndexeerd zodra het voortschrijdende gemiddelde van de gezondheidsindex over de afgelopen vier maanden boven een referentiewaarde uitkomt. Dit systeem, dat gebruikt wordt voor het overheidspersoneel, berust op loonsverhogingen ten belope van 2%, die met een vertraging van twee maanden na de overschrijding van de spilindex worden toegekend. In de private sector bestaan er tal van varianten inzake loonstijgingen en referentie-indices, zodat de loonindexeringen niet noodzakelijk gelijktijdig plaatsvinden. Dit soort systemen is meer in trek in de industrie.

In de andere groep vindt de indexering op vaste tijdstippen plaats, namelijk maandelijks, om de twee maanden, elk kwartaal, om de vier maanden, halfjaarlijks of, wat het meest voorkomt, jaarlijks.

TABEL 9 FREQUENTIE VAN BASISLOONVERANDERINGEN
(in %)

	Vóór 2010	Tussen 2010 en 2013
Meer dan één keer per jaar	13	16
Eén keer per jaar	35	33
Tussen de één keer per jaar en één keer om de twee jaar	15	13
Om de twee jaar	5	7
Minder dan één keer om de twee jaar	15	15
Nooit / Niet van toepassing	17	16

Bron: NBB.

Het eerste systeem (indexering wanneer een spilindex wordt overschreden) is van toepassing in ongeveer twee derde van de ondernemingen in de steekproef, en het tweede systeem (indexering op vaste tijdstippen) in het resterende derde ervan, een bevinding die volledig strookt met de resultaten van de eerste WDN-enquête in 2007. Gegevens uit administratieve bronnen wijzen nochtans op een tegengestelde verhouding. Dit hoeft niet noodzakelijk onverenigbaar te zijn met de enquêtes, aangezien administratieve bronnen betrekking hebben op de private sector als geheel (inclusief bedrijfstakken die niet in de enquête zijn opgenomen) en veeleer worden uitgedrukt in aantal werknemers dan in aantal ondernemingen (bij een weging op basis van het aantal werknemers zijn de enquêteresultaten vergelijkbaar met de administratieve gegevens). De meest gangbare vorm van indexering op vaste tijdstippen is de jaarlijkse, zoals ook blijkt uit andere bronnen. Die indexeringswijze komt vooral voor in de zakelijke dienstverlening. De indexering op vaste tijdstippen is ook zeer gebruikelijk in de bouwnijverheid, zij het met een voorkeur voor een indexering om de drie maanden.

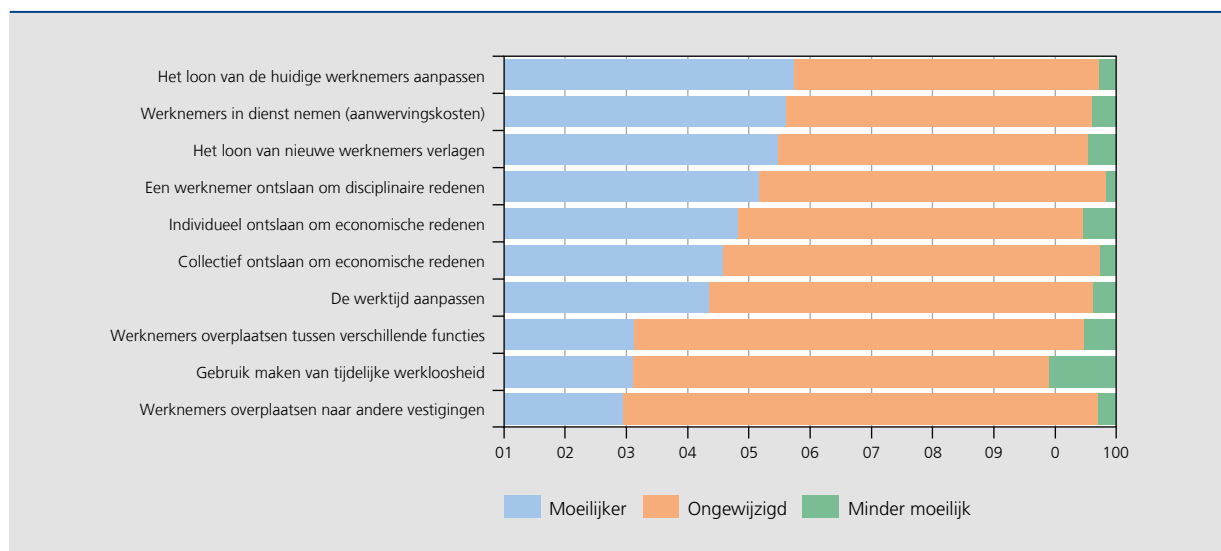
Zoals te verwachten valt bij de toepassing van indexeringsmechanismen, komen basisloonveranderingen vaker voor dan wijzigingen van collectieve loonovereenkomsten. Niettemin antwoordt nog ongeveer 20% van de ondernemingen dat ze de basislonen om de twee jaar of zelfs minder frequent aanpassen, wat zeer zelden lijkt. Bovendien nam dat aandeel in 2010-2013 enigszins toe (ongerekend de antwoorden 'Nooit/Niet van toepassing') ten opzichte van de voorgaande periode, maar

tegelijktijd steeg ook het percentage van ondernemingen die gewag maakten van zeer frequente aanpassingen van de lonen (meer dan één keer per jaar). De eerste WDN-enquête van 2007 bevatte een soortgelijke vraag die wees op een aanzienlijk hogere frequentie van basisloonveranderingen. De vraag was wel anders geformuleerd en benadrukte factoren zoals indexering of anciënniteit, die niet uitdrukkelijk werden vermeld in de nieuwe enquête. Het is ook onduidelijk of de ondernemingen veranderingen die voortvloeien uit de toepassing van het indexeringsmechanisme, in de nieuwe enquête hebben geïnterpreteerd als een basisloonverandering. Indien dat niet het geval is, zou dat kunnen verklaren waarom de antwoorden wijzen op minder frequente loonaanpassingen.

In verband met de frequentie van basisloonaanpassingen naar bedrijfstak, blijkt dat in de zakelijke dienstverlening het vaakst 'één keer per jaar' wordt geantwoord, en dat geldt deels ook in de bouwnijverheid waar het antwoord 'meer dan één keer per jaar' zelfs nog vaker voorkomt. Dit stemt ten dele overeen met de indexeringsfrequentie in die bedrijfstakken. Het is echter niet duidelijk waarom in de industrie een groter deel van de ondernemingen het antwoord 'Nooit/Niet van toepassing' aankruist.

Frappant is dat op de vraag of tien verschillende human-resourcesmaatregelen moeilijker of minder moeilijk uit te voeren waren dan in 2010, een aanzienlijk deel van de ondernemingen – tussen 20 en 50% – antwoordde dat dit moeilijker was geworden. Er zijn echter geen direct

GRAFIEK 7 ZIJN SPECIFIEKE HR-MAATREGELEN MOEILIKER OF MINDER MOEILIK GEWORDEN IN VERGELIJKING MET DE SITUATIE IN 2010? (in %)



Bron: NBB.

voor de hand liggende factoren die verklaren waarom dat zo is, noch wat institutionele hervormingen, noch wat de arbeidsmarkt in België betreft. Een mogelijke reden zou kunnen zijn dat het loonmatigingsbeleid weinig ruimte heeft gelaten voor flexibiliteit op bedrijfsniveau, vooral om de lonen tussen werknemers te differentiëren. Dit verklaart wellicht gedeeltelijk waarom de aanpassing van het loon van hun huidige werknemers de maatregel is die door het grootste deel van de ondernemingen wordt beschouwd als moeilijker uit te voeren dan voorheen, vooral in de zakelijke dienstverlening en de handel. Andere factoren zouden verband kunnen houden met de hervormingen van de stelsels van vervroegde uittreding uit de arbeidsmarkt en met de eenmaking van het arbeiders- en bediendenstatuut (hoewel het nieuwe statuut pas in 2014 van kracht werd), waarvan de ondernemingen zouden kunnen vinden dat ze hun flexibiliteit onrechtstreeks beïnvloeden.

Opmerkelijk is dat de ondernemingen uit alle bedrijfstakken het grotendeels eens blijken te zijn over de beleidsmaatregelen die niet moeilijker uit te voeren werden: het gebruik van tijdelijke werkloosheid om economische redenen, werknemers overplaatsen tussen verschillende functies of naar functies in andere vestigingen. Ook over de maatregelen die wel moeilijker geworden zijn, bestaat er weinig onenigheid, hoewel in de industrie en de bouwnijverheid ontslagen om economische en disciplinaire redenen eveneens tot de HR-maatregelen behoorden die als moeilijker uit te voeren werden beschouwd, net als de verlaging van het loon waartegen ze nieuwe werknemers in dienst nemen.

Belemmeringen voor de indienstneming van werknemers

Indienstnemen en verlagingen van het loon voor nieuwe werknemers behoren tot de maatregelen die heel wat ondernemingen moeilijker achtten dan in 2010, hoewel een kleine meerderheid oordeelde dat ze niet significant waren veranderd. Voor ondernemingen die hun personeelsbestand moeten uitbreiden en voor bedrijven die de samenstelling van hun bestaande personeelsbestand dienen te wijzigen, kan dit een belangrijke belemmering zijn voor de ontwikkeling van hun activiteit. De grootste hinderpalen voor de indienstneming van nieuwe vaste werknemers zijn immers de hoge loonbelastingen en de hoge

TABEL 10 BELEMMERINGEN VOOR HET IN DIENST NEMEN VAN WERKNEMERS MET EEN VASTE ARBEIDSOVEREENKOMST VOOR ONBEPAALDE DUUR IN DE PERIODE 2010-2013
(in %)

	Niet relevant	Weinig relevant	Relevant of zeer relevant
Hoge loonbelastingen	5	11	84
Onzekerheid over economische situatie	7	13	80
Hoge lonen	6	15	79
Onvoldoende arbeidskrachten beschikbaar met de vereiste competenties	8	18	74
Ontslagkosten	12	16	72
Risico's dat arbeidswetgeving wordt gewijzigd	11	30	60
Kosten van andere inputs ter aanvulling van arbeid	21	34	45
Aanwervingskosten	16	40	44
Andere	54	15	31
Toegang tot financiering	35	39	27

Bron: NBB.

lonen, alsook de ontslagkosten. Voor deze drie aspecten behoort België tot de duurste landen: in 2013 was het een van de landen met het hoogste loonpeil en de zwaarste belastingdruk op arbeid. Volgens een enquête die werd gehouden door een privaat adviesbureau⁽¹⁾, maakt België deel uit van de landen met de hoogste ontslagkosten. Als de situatie in 2010-2013 wordt vergeleken met die van vóór 2010, worden de kosten van nieuw aangevorne werknemers bovendien vaker hoger genoemd dan die van de bestaande werknemers en tevens minder vaak lager genoemd dan voorheen. Dat wijst erop dat de relatieve gemiddelde kosten van nieuwe indienstnemen stijgen ten opzichte van die voor de bestaande werknemers⁽²⁾. Dit is een gemeenschappelijk kenmerk voor de verschillende sectoren, maar het komt vooral tot uiting in de bouwnijverheid. In samenhang met het grote aandeel van ondernemingen die de onvoldoende beschikbaarheid van arbeidskrachten met de vereiste competenties als een relevante of zeer relevante belemmering voor indienstnemen beschouwen, kan dat wijzen op toenemende mismatches op de arbeidsmarkt. Als gevolg daarvan is een van de alternatieve maatregelen die ondernemingen volgens de eerste WDN-enquête graag namen om de arbeidskosten te verminderen, namelijk de vervanging van vrijwillig vertrokken werknemers door nieuwe, wellicht minder efficiënt geworden.

(1) Zie <http://www.laga.be/newsroom/whats-new-about-laga/International-Dismisal-Survey-2015>.

(2) De harmonisering van de wetgeving voor arbeiders en bedienden zou eveneens de vastgestelde kosten van nieuwe indienstnemen kunnen verhogen (afschaffing van de proefperiode voor arbeidsovereenkomsten voor onbepaalde duur, enz.), maar hoewel daarover werd onderhandeld in 2013, werd de nieuwe regeling pas in januari 2014 van kracht.

De overige meest relevante belemmeringen voor indienstnemeningen die door de respondenten worden vermeld, zijn de onzekerheid over de economische situatie – de voornaamste hinderpaal voor ondernemingen in de industrie en voor bedrijven die hun arbeidskosten moesten aanpassen – en de risico's dat de arbeidswetgeving wordt gewijzigd. Interessant is dat de toegang tot financiering voor veel ondernemingen een van de minder relevante factoren is, hoewel meer dan een vierde dat nog steeds als een relevante of zeer relevante belemmering beschouwt.

4. Aanpassingen van de prijzen

In dit gedeelte worden de enquêteresultaten voor de vragen over de prijsvorming en de prijsveranderingen toegelicht. Het gaat om een optioneel gedeelte van de geharmoniseerde vragenlijst, in die zin dat elk deelnemend land mocht kiezen het al dan niet in de nationale vragenlijst op te nemen. Het doel bestond erin te beoordelen hoe de prijsaanpassing werd beïnvloed door de nieuwe economische omgeving.

Op de vraag hoe ze de prijs van hun belangrijkste product vaststellen, antwoordde meer dan een derde van de ondernemingen dat ze de prijs volledig konden bepalen op basis van de kosten en een vooraf vastgestelde winstmarge, wat wijst op een relatief dominante positie op hun markt. Tussen een vierde en een derde van de ondernemingen vermeldde dat over de prijzen werd onderhandeld met de klanten. Voorts stelde een vijfde van de bedrijven dat de prijzen werden afgestemd op die van de belangrijkste concurrenten, een strategie die vooral belangrijk is in de handel en de zakelijke dienstverlening, en zelfs

nog meer in de financiële intermediatie, waar dit veruit het voornaamste prijsvormingsmechanisme is. Al met al bleek een overgrote meerderheid van de ondernemingen niettemin in staat enigszins autonoom de prijzen vast te stellen. Slechts iets meer dan 10 % kon geen zelfstandig beleid voeren, hoofdzakelijk omdat de prijs gereguleerd is (met name voor de zakelijke dienstverlening of voor de niet-exporterende bedrijven) of omdat de prijs wordt gevormd door de belangrijkste klanten, en minder vaak omdat de prijs door een moederonderneming wordt gevormd. Er is geen noemenswaardig verschil in volgorde van belangrijkheid tussen de binnenlandse markt en de buitenlandse markten, behalve voor de bouwnijverheid en de zakelijke dienstverlening, die meer vertrouwen op onderhandelingen over de prijzen met individuele klanten op de buitenlandse markten.

Wat de frequentie van prijsveranderingen betreft, wijzigen de meeste ondernemingen uit de zakelijke dienstverlening hun prijzen doorgaans eenmaal per jaar of minder dan één keer per jaar, terwijl in de verwerkende nijverheid, de bouwnijverheid en de handel de meeste bedrijven hun prijzen meer dan eenmaal per jaar veranderen. Voor alle ondernemingen samen is de meest voorkomende frequentie van prijsveranderingen één keer per jaar, gevolgd door meer dan één keer per jaar. Dit bevestigt de resultaten van de eerste WDN-enquête in 2007, waarbij in aanmerking moet worden genomen dat de vragen anders waren geformuleerd: de keuzemogelijkheid 'Ik weet het niet' ontbrak, wat waarschijnlijk verklaart waarom toen in ruimere mate 'Nooit' werd geantwoord.

Vergeleken met de periode vóór 2008, veranderde meer dan een vierde van de ondernemingen hun prijzen vaker in de periode 2010-2013. Dit is echter minder het geval in de zakelijke dienstverlening dan in de overige bedrijfstakken. Hieruit blijkt dat het prijsvormingsmechanisme in de zakelijke dienstverlening specifieke kenmerken zou kunnen hebben, bijvoorbeeld op het vlak van concurrentievermogen of marktorganisatie, die verschillen van het gemiddelde.

De ondernemingen werden ook verzocht de redenen voor de veranderingen in de frequentie van de prijsaanpassingen uit te kiezen en ze te rangschikken in volgorde van belangrijkheid. De belangrijkste beweegredenen die werden aangehaald om de hogere frequentie van de prijsaanpassingen te verklaren, houden verband met de concurrentie, hetzij omdat deze sterk is toegenomen, hetzij omdat de voornaamste concurrenten hun prijzen vaker hebben veranderd. Drie vierde van de ondernemingen meldt trouwens dat de concurrentiedruk op de markt van hun belangrijkste product hoger is dan vóór 2008, en dit zowel voor de binnenlandse markt als voor de

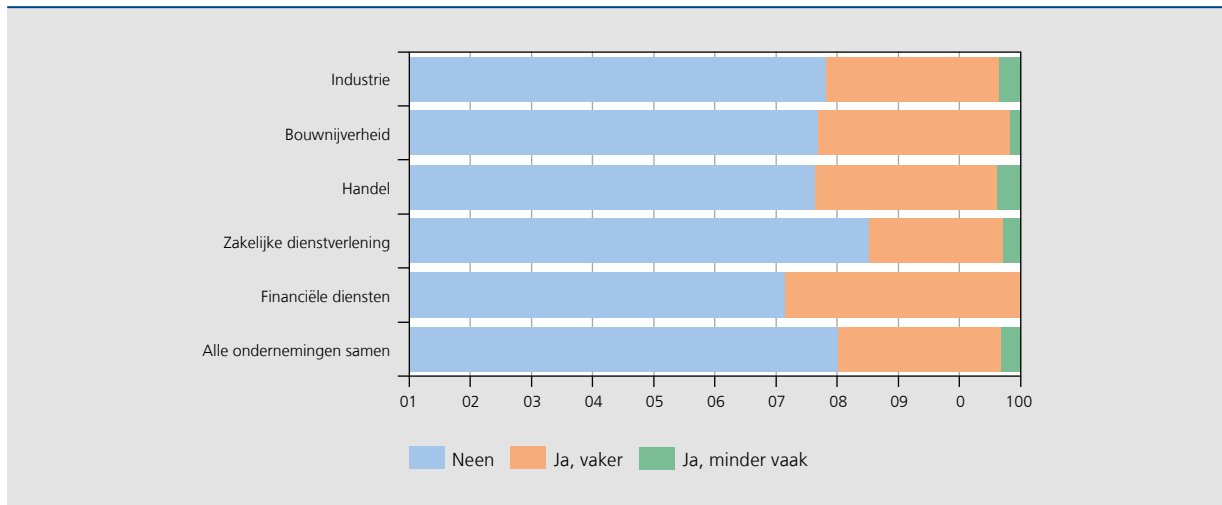
TABEL 11 PRIJSVORMINGSBELEID
(in %)

	Binnenlandse markt	Buitenlandse markten
De prijs wordt volledig gevormd op basis van de kosten en een vooraf vastgestelde winstmarge . . .	37	37
Over de prijs wordt onderhandeld met individuele klanten	25	29
De prijs wordt afgestemd op die van de belangrijkste concurrenten . .	22	20
Er is geen autonoom prijsvormingsbeleid	13	12
Andere	2	2

Bron: NBB.

GRAFIEK 8 VERANDERINGEN IN DE FREQUENTIE VAN DE PRIJSAANPASSINGEN

(aandeel van de ondernemingen die gewag maken van een verandering in 2010-2013 t.o.v. de periode vóór 2008, in %)



Bron: NBB.

buitenlandse markten. Veranderingen in de kosten alsook de volatiliteit van de vraag zijn eveneens belangrijk geachte factoren, zij het in mindere mate dan de concurrentie, die de toenemende frequentie van de veranderingen van prijzen verklaren. Als reden voor een dalende frequentie van de prijsaanpassingen, een situatie die volgens de enquête weliswaar minder vaak voorkomt, verwijzen de ondernemingen vooral naar een zwakkere concurrentie, terwijl minder frequente veranderingen van de kosten en een minder variabele vraag een geringere rol spelen.

Over het algemeen kan worden vastgesteld dat de ondernemingen die te kampen hebben met een grotere

concurrentiedruk, ook vermelden dat hun bedrijvigheid sterk neerwaarts beïnvloed was (voor ten minste één van de vijf in de vragenlijst genoemde factoren). Die ondernemingen waarvan de activiteit aldus te lijden had, bleken ook veel vaker de frequentie van de prijsveranderingen te hebben gewijzigd ten opzichte van die vóór 2008. Dergelijke frequentere aanpassingen werden door 40 % van hen vermeld, tegen 25 % voor de bedrijven waarvan de bedrijvigheid minder zwaar getroffen werd. Dit wijst erop dat, naast het loonbeleid en het bijstellen van de factor arbeid, ook de prijswijzigingen een rol hebben vervuld in de aanpassing van de ondernemingen tijdens de periode 2010-2013.

TABEL 12 BEWEEGREDEKEN VOOR VERANDERINGEN IN DE FREQUENTIE VAN DE PRIJSAANPASSINGEN

(aandeel van de bedrijven die de factor als belangrijk of zeer belangrijk beschouwen)

Hogere frequentie van de prijsaanpassingen		Lagere frequentie van de prijsaanpassingen	
Frequentere prijsveranderingen door belangrijkste concurrenten	77	Minder frequente prijsveranderingen door belangrijkste concurrenten	61
Sterkere concurrentie op de belangrijkste productmarkt	79	Zwakkere concurrentie op de belangrijkste productmarkt	49
Frequentere veranderingen van andere inputkosten	58	Minder frequente veranderingen van andere inputkosten	44
Een meer variabele vraag	52	Een minder variabele vraag	37
Frequentere veranderingen van de arbeidskosten	46	Minder frequente veranderingen van de arbeidskosten	31

Bron: NBB.

Conclusie

Dit artikel beschrijft de voornaamste resultaten van de in 2014 gehouden enquête over de loonvorming en de prijsaanpassingen in de ondernemingen tijdens de periode 2010-2013. Die enquête werd uitgevoerd in het kader van het Wage Dynamics Network (WDN), een onderzoeksproject binnen het ESCB.

Over het algemeen staven de uit de analyse afgeleide bevindingen de bekende eigenschappen van de arbeidsmarkt in België en het institutionele kader ervan. Ze werpen bovendien een nieuw licht op de indruk die de ondernemingen van die markt hebben en op hun reactie op de crisis. Zo wijzen ze uit dat het peil van de vraag als ook het onvermogen van de klanten om te betalen en aan de contractuele bepalingen te voldoen, gedurende de periode 2010-2013 de grootste negatieve weerslag op hun activiteit hadden. Hoewel er volgens de ondernemingen geen sprake was van een algemene rantsoenering van het krediet, aangezien de desbetreffende beperkingen niet werden vermeld als een belangrijke aanleiding tot een negatief effect, blijven deze een niet te verwaarlozen factor, in het bijzonder voor sommige kleine ondernemingen.

De ondernemingen hebben zich via verschillende kanalen aangepast. In verband met het prijskanaal blijkt dat het beleid van de ondernemingen wordt gekenmerkt door een vrij hoge autonomie, die in de praktijk evenwel wordt ingeperkt door de toename van de concurrentiedruk. Dit verklaart wellicht ten dele de stijging van de frequentie van de prijsveranderingen, die zich echter maar bij een minderheid van de ondernemingen voordeed. Een ander kanaal dat de bedrijven kunnen aanwenden, zijn de beleidsmaatregelen inzake kosten. De ondernemingen meldden doorgaans dat ze werden geconfronteerd met stijgingen, vooral van de loonkosten. De twee

belangrijkste componenten van die kosten zijn het arbeidsvolume en de bezoldiging van arbeid.

Wat de aanpassing van het arbeidsvolume betreft, is het aandeel van de ondernemingen waar het aantal vaste banen toenam, gelijk aan het percentage bedrijven waar dat aantal terugliep, op geaggregeerd niveau. Dit strookt met het uitblijven van een grootschalig effect op de werkgelegenheid op macro-economisch vlak. De ondernemingen waarvan de activiteit negatief werd beïnvloed, vertoonden echter gemiddeld vrijwel systematisch meer dalingen dan stijgingen voor de verschillende componenten van het arbeidsvolume, terwijl dat praktisch nooit het geval is voor de andere bedrijven. De enquête bevestigt ook dat het gebruik van de stelsels van tijdelijke werkloosheid een belangrijk element was dat de veerkracht van de werkgelegenheid in België kan verklaren.

In verband met de bezoldiging van arbeid bevestigt de enquête dat er, tegen de achtergrond van de loonmatiging, vrijwel geen enkele loonsverlaging is geweest. Dit kenmerk gelinkt aan het loonvormingsproces in België komt veel minder voor in de andere Europese landen. De ondernemingen benadrukken ook dat de hoge belastingen en de hoge lonen belangrijke belemmeringen vormen voor indienstneming, naast de onzekerheid over de economische situatie. De maatregelen die erop gericht zijn die hinderpalen te beperken, zoals de maatregelen ter verlaging van de loonlasten die de federale regering heeft genomen in het kader van de tax shift, zouden dus deze uitdaging kunnen helpen aanpakken. Strategieën om de onzekerheid te verminderen zouden eveneens passend zijn, te meer omdat een groot percentage ondernemingen van oordeel is dat de arbeidsmarkt minder flexibel zou geworden zijn, hoewel die indruk niet blijkt te kunnen worden verklaard door veranderingen van de regelgeving of van het institutionele kader in België.

Bibliografie

Druant M., Ph. Du Caju en Ph. Delhez (2008), 'Resultaten van de enquête van de Bank over de loonvorming in de Belgische ondernemingen', NBB, *Economisch tijdschrift*, september, 51-77.

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

Resultaten en financiële situatie van de ondernemingen in 2014

I. Rubbrecht⁽¹⁾
D. Vivet

Introductie

Ieder jaar licht de Nationale Bank in haar Economisch Tijdschrift van december de ontwikkelingen toe zoals die blijken uit de jaarrekeningen van de niet-financiële vennootschappen. In het najaar beschikt de Balanscentrale immers over een voldoende representatief staal van de jaarrekeningen met betrekking tot het voorgaande jaar. De uit dat staal getrokken conclusies kunnen dus met een hoge mate van betrouwbaarheid worden geëxtrapoleerd naar het geheel van de onderzoekspopulatie.

Dit artikel bestaat uit vier hoofdstukken. Het eerste deel is een summiere beschrijving van de gevolgde methode en de bestudeerde populatie. In het tweede hoofdstuk wordt een extrapolatie van de belangrijkste posten van de exploitatierekening voor het boekjaar 2014 voorgesteld. De extrapolaties hebben hoofdzakelijk betrekking op de toegevoegde waarde, de personeelskosten, de afschrijvingen en het bedrijfsresultaat. Ze worden nader toegelicht volgens de omvang van de ondernemingen en volgens de voornaamste bedrijfstakken. In het derde deel wordt de financiële situatie van de vennootschappen in termen van rentabiliteit en financiële structuur beoordeeld. Die analyse is gebaseerd op de interpretatietheorie van de jaarrekeningen en belicht de situatie vanuit zowel een macro- en meso-economisch standpunt (met totalisaties) als een micro-economisch standpunt (met medianen en andere verdelingsmaatstaven). De analyse wordt aangevuld met een onderzoek van het financiële-hefboomeffect en van de capaciteit om de rentelasten terug te betalen ('times interest earned').

(1) De auteur bedankt François Coppens en George Van Gastel voor hun gewaardeerde opmerkingen.

Tot slot wordt in een extra hoofdstuk nader ingegaan op het verloop van de betalingstermijnen van de klanten en de leveranciers, zoals die op basis van de jaarrekeningen kunnen worden vastgesteld. Vervolgens wordt het verband tussen die ratio's en het faillissementsrisico onderzocht.

1. Methode en beschrijving van de populatie

1.1 Methode

Sinds het einde van de jaren zeventig verzamelt de Balanscentrale de rekeningen van de niet-financiële vennootschappen. Hiertoe zijn de ondernemingen verplicht uiterlijk zeven maanden na de afsluiting van het boekjaar hun jaarrekeningen neer te leggen aan de hand van een genormaliseerd formulier. De gegevens worden vervolgens geverifieerd en eventueel gecorrigeerd teneinde te voldoen aan de vereiste kwaliteitsnormen. Zo kan vanaf september een eerste analyse worden gemaakt.

De populatie van de jaarrekeningen met betrekking tot het laatst bestudeerde jaar, in casu 2014, is evenwel ieder jaar onvolledig. Dat komt doordat heel wat jaarrekeningen ofwel te laat worden neergelegd, ofwel de rekenkundige en logische controles van de Balanscentrale niet doorstaan. Daarom worden de gegevens voor 2014 geraamd op basis van een constant staal. Dat bestaat uit ondernemingen die een jaarrekening hebben neergelegd voor een boekjaar van twaalf maanden, zowel voor het boekjaar 2013 als voor het boekjaar 2014. De methode

bestaat erin de resultaten voor 2014 te extrapoleren op basis van het verloop van het constante staal, waarbij ervan wordt uitgegaan dat het binnen het staal vastgestelde verloop representatief is voor de hele populatie. Zoals in de vorige uitgaven van dit artikel werd bevestigd, gaat het om een hypothese die grotendeels wordt bewaarheid, aangezien de extrapolaties in de meeste gevallen een goede weergave zijn van de richting en de omvang van de reële bewegingen.

Het staal met betrekking tot dit jaar werd getrokken op 10 september 2015. Het telt 254 721 jaarrekeningen, of 73,5% van het totale aantal jaarrekeningen dat is neergelegd voor het boekjaar 2013. De representativiteitsgraad naar toegevoegde waarde ligt met 87% aanzienlijk hoger. De representativiteit is de afgelopen tien jaar fors toegenomen: in 2005 bedroeg ze nog 52,6% wat het aantal vennootschappen betreft, en 82,4% wat de toegevoegde waarde betreft. Deze verbetering is voornamelijk te danken aan de technische vooruitgang die in de Balanscentrale werd geboekt (elektronische neerlegging, datawarehouse, ...) en aan het instellen van tarief-toeslagen voor het te laat neerleggen van de jaarrekening (zie de vorige uitgave van dit artikel).

1.2 Beschrijving van de bestudeerde populatie

De bestudeerde populatie stemt overeen met het geheel van niet-financiële vennootschappen zoals dat door de Balanscentrale is gedefinieerd. Dat geheel wordt echter gezuiverd voor de tak van de 'activiteiten van hoofdkantoren' (NACE-BEL 70 100), want die omvat vennootschappen die doorgaans de functie van intern bankier of thesauriebeheerder binnen ondernemingsgroepen uitoefenen, en die als dusdanig kunnen worden gelijkgesteld met financiële vennootschappen.

Bijlage 1 bevat de NACE-BEL-codes van de bedrijfstakken die deel uitmaken van de populatie. De sector specifieke groeperingen zijn gebaseerd op de nomenclatuur NACE-BEL 2008. Om redenen van presentatie en interpretatie verschilt de hier gehanteerde structuur echter enigszins van de officiële structuur van de nomenclatuur.

In dit artikel worden de ondernemingen ook volgens hun omvang van elkaar onderscheiden. Dit onderscheid is

gebaseerd op het type van het ingediende schema. Volgens het Wetboek van vennootschappen mogen de niet-beursgenoteerde kleine ondernemingen hun jaarrekening neerleggen volgens het verkorte schema, terwijl de grote ondernemingen en de beursgenoteerde kleine ondernemingen verplicht zijn het volledige schema te gebruiken.

In het Wetboek van vennootschappen wordt een onderneming als klein beschouwd indien ze tijdens de laatste twee boekjaren niet meer dan één van de volgende limieten heeft overschreden:

- gemiddeld aantal werknemers op jaarbasis: 50;
- omzet (ongerekend btw): € 7 300 000;
- balanstotaal: € 3 650 000;

behalve indien het jaargemiddelde van het aantal werknemers meer dan 100 bedraagt⁽¹⁾.

In alle andere gevallen worden ondernemingen als groot beschouwd.

Overeenkomstig deze criteria worden vennootschappen die hun jaarrekening volgens het volledige schema neerleggen, als grote ondernemingen gedefinieerd. De overige vennootschappen, namelijk die welke hun jaarrekening volgens het verkorte schema neerleggen, worden als kmo's beschouwd.

In tabel 1 wordt een opsplitsing weergegeven van het aantal vennootschappen, de toegevoegde waarde en het personeel naar bedrijfstak en naar grootte voor het meest recente volledige boekjaar, namelijk 2013. De tabel vestigt de aandacht op een aantal structurele kenmerken van de populatie, onder meer op het volgende:

- De grote ondernemingen zorgen voor het grootste deel van de toegevoegde waarde (74% van het totaal) en de werkgelegenheid (70%), maar maken slechts een kleine minderheid van het aantal vennootschappen uit (6%).
- Van de industriële ondernemingen bestaat 15% uit grote ondernemingen, tegen slechts 5% bij de dienstverlenende bedrijven. Het aandeel van de grote ondernemingen is bijzonder hoog in de chemische (43%) en de farmaceutische (37%) nijverheid, alsook in de branche 'energie, water en afval' (31%).
- De bedrijfstakken met het grootste aantal (zeer) kleine ondernemingen, zijn de dienstverlenende takken die voornamelijk op de binnenlandse vraag gericht zijn, waaronder bijvoorbeeld de horeca (99% kmo's), de kleinhandel (97%) en de bouwnijverheid (96%).
- Hoewel de verwerkende nijverheid slechts een kleine minderheid van het aantal vennootschappen (6% van het totaal) omvat, blijft ze een belangrijke bron van

(1) Indien het boekjaar ofwel meer, ofwel minder dan 12 maanden telt, wordt het criterium betreffende de omzet verhoudingsgewijs herberekend. Als de onderneming met een of meer ondernemingen verbonden is, wordt het criterium met betrekking tot het jaargemiddelde van het aantal werknemers berekend door het gemiddelde aantal werknemers van alle betrokken ondernemingen op te tellen, en worden de criteria die verband houden met de omzet en het balanstotaal op geconsolideerde basis berekend. Voor meer informatie, zie het advies CBN 2010-5 van de Commissie voor Boekhoudkundige Normen (www.cnc-cbn.be).

TABEL 1 OPSPLITSING VAN DE BESTUDEERDE POPULATIE NAAR BEDRIJFSTAK
(boekjaar 2013)

	Aantal vennootschappen		Toegevoegde waarde (in € miljoen)		Werkgelegenheid ⁽¹⁾	
	Grote ondernemingen	Kmo's	Grote ondernemingen	Kmo's	Grote ondernemingen	Kmo's
Verwerkende nijverheid	3 392	18 759	42 396	5 046	369 677	75 864
waarvan:						
Landbouw en voedingsnijverheid	627	3 283	6 743	854	60 990	14 794
Textiel, kleding en schoeisel	222	1 270	1 160	272	17 078	4 756
Hout, papier en drukkerijen	354	3 316	2 303	652	24 978	9 274
Chemische nijverheid	266	355	6 698	116	39 821	1 367
Farmaceutische nijverheid	55	93	5 752	27	21 344	508
Ijzer- en staalnijverheid	552	4 092	5 072	1 347	59 197	20 092
Metaalverwerkende nijverheid	565	1 897	8 548	627	86 399	8 473
Niet-verwerkende bedrijfstakken	17 496	306 930	90 959	40 613	933 820	491 339
waarvan:						
Handel in auto's	903	10 388	2 763	1 562	31 136	21 648
Groothandel	4 453	28 447	18 003	4 338	127 137	47 577
Kleinhandel	1 247	37 110	7 863	4 509	116 166	72 405
Vervoer en opslag	1 594	9 773	12 114	2 524	157 069	35 953
Accommodatie en maaltijden	276	21 232	1 256	2 360	20 875	47 996
Informatie en communicatie	1 046	17 004	10 094	1 884	67 196	16 234
Exploitatie van en handel in onroerend goed	1 966	31 768	2 517	3 084	7 311	7 964
Diensten aan ondernemingen	3 003	78 098	16 588	9 586	258 411	91 923
Energie, water en afval	472	1 055	8 854	320	40 154	2 500
Bouwnijverheid	1 852	45 727	6 897	7 112	82 490	106 275
Totaal	20 888	325 689	133 355	45 659	1 303 497	567 203

Bron: NBB.

toegevoegde waarde (27 %) en banen (24 %) voor de Belgische economie, hoewel die percentages de afgelopen twintig jaar fors zijn gedaald⁽¹⁾.

2. Verloop van de componenten van de exploitatierekening

2.1 Conjunctuurklimaat in 2014

In 2014 steeg het bbp met 1 %, een groei die aanzienlijk hoger was dan in 2013 en 2012, maar relatief matig vanuit een langetermijnperspectief. Dit verloop van de bedrijvigheid ging gepaard met een toename van de onzekerheid.

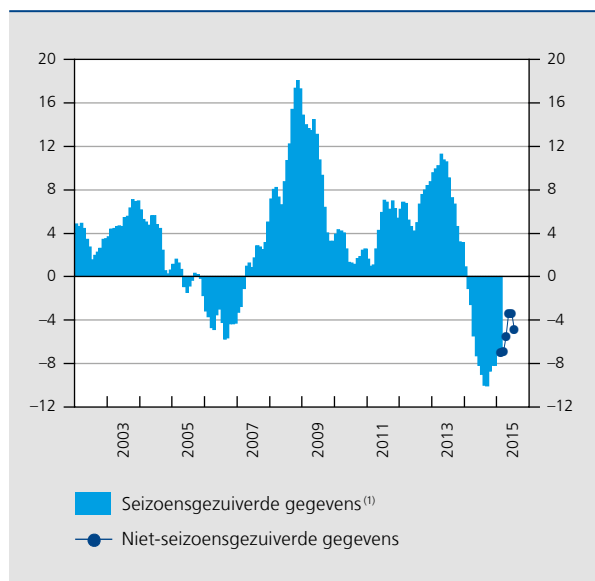
Zo verslechterde het ondernemersvertrouwen sterk tijdens het voorjaar van 2014, waarna het tijdens de zomer stabiel bleef op een relatief laag peil en zich vervolgens enigszins herstelde tijdens de laatste maanden van het jaar.

De relatief betere conjunctuur had positieve gevolgen voor het aantal in gebreke blijvende ondernemingen: over 2014 als geheel bedroeg het aantal faillissementen 10 736 eenheden, tegen 11 740 eenheden in 2013, wat neerkomt op een daling met 9 %. Deze neerwaartse beweging was in alle bedrijfstakken te zien, maar de horeca (-11 %), het vervoer (-9 %) en de handel (-8 %) oefenden de grootste

(1) In 1996 was de verwerkende nijverheid nog goed voor 38 % van de toegevoegde waarde en 36 % van de werkgelegenheid.

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN HET AANTAL FAILLISSEMENTEN VAN ONDERNEMINGEN IN BELGIË

(veranderingspercentage van het aantal faillissementen t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar)



Bronnen: FOD Economie, KMO, Middenstand en Energie, eigen berekeningen.
(1) Gegevens afgevlakt aan de hand van een gecentreerd glijdend gemiddelde over twaalf maanden.

invloed uit op de tendens (zie tabel 2). Zoals blijkt uit de gegevens voor de eerste jaarthelft, zette de daling zich in 2015 voort, zij het in een steeds minder krachtig tempo (-2% ten opzichte van de eerste helft van 2014).

De afname van het aantal faillissementen in 2014 steekt af tegen de soms zeer uitgesproken stijgingen tijdens

de voorgaande jaren. Die daling mag evenwel niet verhullen dat de statistieken over faillissementen op een historisch hoog peil blijven: in de eerste helft van 2015 waren er immers 5555 faillissementen, of 38% meer dan in de eerste helft van 2007 (4 020 faillissementen). Bovendien is het waarschijnlijk dat de meeste kwetsbare ondernemingen wellicht, enkele jaren na het begin van de financiële crisis, uiteindelijk zijn verdwenen, wat automatisch bijdraagt tot een daling van het aantal faillissementen.

Tot slot moet worden opgemerkt dat bepaalde recente schommelingen te verklaren zijn door de werking van de rechtbanken van koophandel. Zo is de afname van het aantal faillissementen in 2014 deels toe te schrijven aan de toegenomen handelonderzoeken en de sneller afgeronde dossiers in Brussel in 2013, die in dat jaar bijdroegen tot een stijging van het aantal faillissementen in het gewest.

2.2 Algemeen verloop van de exploitatierekening

Over heel 2014 steeg de totale toegevoegde waarde die door de niet-financiële vennootschappen werd gecreëerd, met andere woorden het verschil tussen de verkoopopbrengsten en de kostprijs van de door derden geleverde goederen en diensten, met 0,5% tegen lopende prijzen (zie tabel 3). Ongerekend 2009 is dit de traagste groei in meer dan vijftien jaar, die voortvloeit uit een stagnatie van zowel de aankopen als de verkopen. De stijging van de toegevoegde waarde volgt de facto al vier jaar een sterk neerwaartse tendens.

TABEL 2 VERLOOP VAN HET AANTAL FAILLISSEMENTEN NAAR BEDRIJFSTAK

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1 ^e semester	
							2014	2015
Verwerkende nijverheid	544	541	563	611	619	585	322	273
Bouwnijverheid	1 442	1 560	1 693	1 802	2 065	1 977	1 065	1 027
Handel	2 603	2 649	2 691	2 744	2 993	2 766	1 459	1 435
Horeca	1 798	1 788	1 987	2 062	2 261	2 011	1 033	1 005
Vervoer en communicatie	851	858	907	942	948	859	444	421
Diensten aan ondernemingen en vastgoed	1 147	1 396	1 573	1 507	1 786	1 658	878	971
Overige	1 035	778	810	919	1 068	880	488	423
Totaal	9 420	9 570	10 224	10 587	11 740	10 736	5 689	5 555

Bronnen: FOD Economie, KMO, Middenstand en Energie, eigen berekeningen.

TABEL 3 VERLOOP VAN DE BELANGRIJKSTE COMPONENTEN VAN DE EXPLOITATIEREKENING

(lopende prijzen)

	Veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar					In € miljoen	In % van de toegevoegde waarde
	2010	2011	2012	2013	2014 r	2014 r	2014 r
Toegevoegde waarde	5,5	3,7	1,4	1,5	0,5	179 833	100,0
Personeelskosten	0,6	5,3	3,0	1,6	-0,6	102 976	57,3
Afschrijvingen en waardeverminderingen ⁽¹⁾ .. (-)	2,1	4,1	3,4	2,6	2,2	34 586	19,2
Overige bedrijfskosten	3,0	4,7	2,5	-0,4	-5,2	10 414	5,8
<i>Totaal van de bedrijfskosten</i>	<i>1,1</i>	<i>5,0</i>	<i>3,0</i>	<i>1,7</i>	<i>-0,3</i>	<i>147 976</i>	<i>82,3</i>
Nettobedrijfsresultaat	28,6	-1,7	-5,7	0,6	3,9	31 857	17,7

Bron: NBB.

(1) Op materiële vaste activa, immateriële vaste activa en oprichtingskosten (rubriek 630).

De toegevoegde waarde die een onderneming creëert, stelt haar in staat de bedrijfskosten te dekken en, ten belope van het overschot, een nettobedrijfsresultaat te boeken.

De personeelskosten maken gewoonlijk het grootste deel van de bedrijfskosten uit. Nadat ze de voorgaande jaren sneller waren gegroeid dan de toegevoegde waarde, liepen de personeelskosten in 2014 met 0,6 % terug. Die vermindering van de loonsom vloeit hoofdzakelijk voort uit, enerzijds, de forse daling van de inflatie, die via het indexeringsmechanisme grotendeels doorwerkte in de loonkosten, en anderzijds de door de regering opgelegde bevrozing van de reële loonsverhogingen. Bovendien nam het aantal werknemers in 2014 af (-1 % in voltijdse equivalenten).

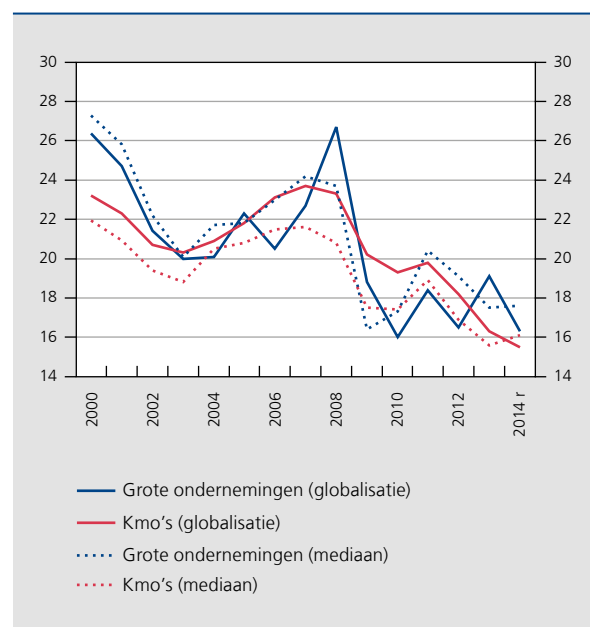
Na de personeelskosten maken de afschrijvingen en de waardeverminderingen op materiële vaste activa, immateriële vaste activa en oprichtingskosten (rubriek 630 van de jaarrekening) de belangrijkste bedrijfskosten uit. In 2014 vertraagde de groei van die kosten voor het derde jaar op rij, tot +2,2 %, een aanzienlijk lager peil dan het gemiddelde van de laatste tien jaar (+3,9 %), wat wijst op een tijdens de afgelopen jaren veel behoedzamer geworden investeringsbeleid.

In de jaarrekening kan de door de ondernemingen geleverde investeringsinspanning worden bestudeerd aan de hand van de investeringsgraad voor de materiële vaste activa. In deze ratio worden de tijdens het boekjaar uitgevoerde aankopen van materiële vaste activa gedeeld door de in het voorgaande boekjaar

uitstaande materiële vaste activa. De ratio is na de recessie van 2008-2009 zeer sterk gedaald, ongeacht de gehanteerde maatstaf, en handhaaft zich sindsdien op ruimschoots lagere niveaus dan die vóór de financiële crisis (grafiek 2). Deze neerwaartse tendens trof vrijwel alle bedrijfstakken waaruit de Belgische economie bestaat.

GRAFIEK 2 INVESTERINGSGRAAD VOOR DE MATERIËLE VASTE ACTIVA

(in %)



Bron: NBB.

De totale bedrijfskosten, die grotendeels worden bepaald door de personeelskosten en de afschrijvingen, namen in 2014 met 0,3 % af, de eerste daling in meer dan twintig jaar. In combinatie met de lichte stijging van de toegevoegde waarde resulteerde die daling in een lichte verbetering (+3,9 %) van het bedrijfsresultaat in 2014, tot € 32 miljard. Het bedrijfsresultaat was de afgelopen vier jaar al met al zeer stabiel en altijd lager dan de vóór de recessie van 2008-2009 bereikte piek (€ 36 miljard).

Uit de analyse op grond van de ondernemingsgrootte blijkt dat het vooral de kmo's waren die bijdroegen tot de stijging van de exploitatierekening in 2014: tijdens

het boekjaar lieten ze een groei met 3,0 % in de toegevoegde waarde en 5,2 % in het bedrijfsresultaat optekenen, tegen respectievelijk -0,4 % en 3,0 % voor de grote ondernemingen. Over het geheel genomen verbeteren de resultaten van de kmo's in vrijwel alle bestudeerde bedrijfstakken, waaronder meer bepaald de diensten aan ondernemingen, de groothandel, de vastgoedsector en de bouwnijverheid. De situatie is gevarieerder voor de grote ondernemingen, waar de stijgingen in bepaalde bedrijfstakken, waaronder de chemie, de ijzer- en staalnijverheid en de groothandel, worden gecompenseerd door dalingen in de kleinhandel, het vervoer, de farmaceutische nijverheid of de telecommunicatie.

TABEL 4 VERLOOP VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE EN HET BEDRIJFSRESULTAAT, NAAR BEDRIJFSTAK

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

	Toegevoegde waarde		Nettobedrijfsresultaat		p.m. Aandeel in % van de bedrijfstakken in de totale toegevoegde waarde in 2014 r
	2013	2014 r	2013	2014 r	
Verwerkende nijverheid	1,4	4,2	3,9	16,6	27,5
waarvan:					
Landbouw en voedingsnijverheid	4,6	3,8	15,8	4,5	4,4
Textiel, kleding en schoeisel	-1,3	10,4	2,7	57,5	0,9
Hout, papier en drukkerijen	-2,8	2,5	-21,9	26,5	1,7
Chemische nijverheid	1,2	7,2	0,6	41,3	4,1
Farmaceutische nijverheid	12,1	0,7	42,5	-32,9	3,2
Ijzer- en staalnijverheid	1,1	4,4	233,2	167,3	3,7
Metaalverwerkende nijverheid	-2,1	4,3	-6,0	6,6	5,3
Niet-verwerkende bedrijfstakken	1,6	-0,9	-0,4	-2,6	72,5
waarvan:					
Handel in auto's	-1,1	7,2	-5,6	28,4	2,6
Groothandel ⁽¹⁾	-0,5	1,5	-7,8	19,5	12,6
Kleinhandel ⁽¹⁾	1,6	-0,3	-1,6	-9,3	6,6
Vervoer en opslag	-0,2	-14,0	-16,3	-84,9	7,0
Accommodatie en maaltijden	3,8	3,6	17,3	36,6	2,1
Informatie en communicatie	-2,5	1,3	-23,5	-9,5	6,7
Exploitatie van en handel in onroerend goed	2,6	3,6	3,8	3,0	3,2
Diensten aan ondernemingen	4,6	3,4	11,9	-4,1	15,0
Energie, water en afval	-3,1	-6,1	-29,9	2,9	4,8
Bouwnijverheid	0,8	-1,5	3,2	-11,8	7,7
Totaal	1,5	0,5	0,6	2,1	100,0

Bron: NBB.

(1) Ongerekend handel in auto's.

2.3 Ontwikkelingen naar bedrijfstak

In tabel 4 worden de ontwikkelingen van de exploitatierekening naar bedrijfstak tijdens de laatste twee beschouwde jaren beschreven.

In 2014 waren de resultaten van de verwerkende bedrijfstakken, in tegenstelling tot de langetermijntendens, dynamischer dan die van de niet-verwerkende bedrijfstakken.

Het relatief gunstige verloop in de verwerkende bedrijfstakken is in de eerste plaats toe te schrijven aan de afname van de kosten: de industrie trok profijt van de lagere loonkosten en de daling van de grondstoffenprijzen (zie grafiek 3). De energetische grondstoffen veranderden het meest, waarbij vooral de prijs voor aardolie van het Brent-type fors terugliep, namelijk met 50% in 2014. De futloze mondiale vraag drukte ook de prijzen van de industriële grondstoffen en de levensmiddelen grondstoffen. De verwerkende nijverheid als zodanig boekte een lichte vooruitgang, zoals blijkt uit het verloop van de verkoop (+0,6% in 2014) en uit de door de FOD Economie berekende indices van de industriële productie: ondanks de uiteenlopende ontwikkelingen in de bedrijfstakken steeg de totale index voor de verwerkende nijverheid van 106,1 in december 2013 tot 107,6 in december 2014. De branches waar de daling van de kosten de grootste gevolgen had, zijn de ijzer- en staalnijverheid, de basischemie en de metaalverwerkende nijverheid.

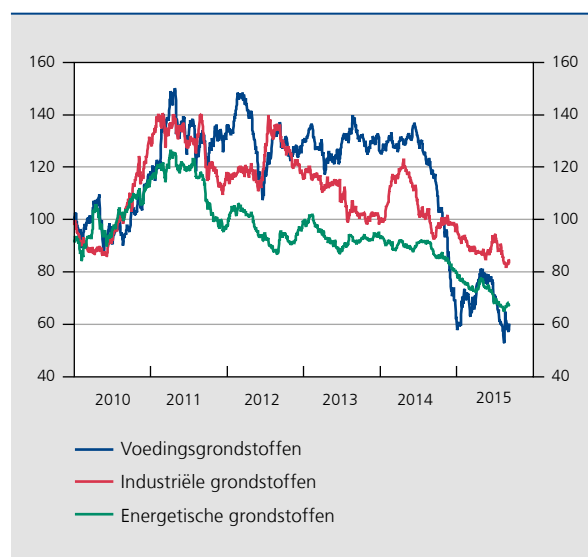
De farmaceutische nijverheid is dan weer een van de zeldzame verwerkende bedrijfstakken waarvan het bedrijfsresultaat in 2014 terugliep (-32,6%). Deze daling is voor een zeer groot deel te wijten aan de stijging van de afschrijvingen op kosten van onderzoek en ontwikkeling en op vergunningen voor nieuwe geneesmiddelen.

De ontwikkelingen van de niet-verwerkende bedrijfstakken waren zeer gevarieerd en hingen soms grotendeels af van de specifieke situatie in bepaalde grote ondernemingen. De beste resultaten waren merkbaar in de groothandel (voornamelijk als gevolg van de nauwe band van die bedrijfstak met de industrie) en in de handel in auto's en toebehoren, die vooral profijt trok van de daling van de grondstoffenprijzen in de bandensector. De kleinhandel en de telecommunicatie hadden daarentegen te kampen met een verdere inkrimping van hun marges, tegen de achtergrond van een sterke concurrentiedruk.

De daling van de resultaten in de bouwnijverheid houdt dan weer vooral verband met de voltooiing van belangrijke projecten of met specifieke vastgoedtransacties, als ook met de vermindering van de overheidsinvesteringen in het licht van de begrotingsconsolidatie. Tot slot werd de

GRAFIEK 3 GRONDSTOFFENPRIJZEN

(indexcijfers 2010 = 100, daggegevens in Amerikaanse dollar)



Bron: HWWI.

bedrijfstak 'Vervoer en opslag' sterk beïnvloed door specifieke gebeurtenissen, namelijk de reorganisatie van een onderneming en een aanzienlijke waardevermindering op voorraden in een vennootschap die gespecialiseerd is in de opslag van aardolieproducten.

3. Verloop van de financiële situatie van de vennootschappen

De onderstaande financiële analyse berust op de interpretatietheorie van de jaarrekeningen aan de hand van financiële ratio's. De definities van die ratio's zijn terug te vinden in bijlage 2. De financiële ratio's worden voorgesteld in de vorm van globalisaties en van een mediaan. Bij de globalisatie van een ratio wordt de som van de tellers van alle vennootschappen gedeeld door de som van de noemers ervan. De geglobaliseerde ratio is bijgevolg het gewogen gemiddelde van elke ratio op individueel ondernemingsniveau, waarbij het gewicht overeenstemt met het aandeel van elke onderneming in de totale waarde van de noemer van de ratio. Op die manier weerspiegelt het geglobaliseerde gemiddelde de situatie van de ondernemingen met de grootste noemerwaarde. De mediaan komt overeen met de centrale waarde van een geordende verdeling, waarbij de waarde van de ratio voor 50% van de vennootschappen boven de mediaan uitkomt en voor 50% ervan lager is dan de mediaan. Door die twee concepten te hanteren, wordt een complementaire analyse beoogd. Omdat gemiddelden, dus ook de

geglobaliseerde ratio, beïnvloed worden door uitschieters ('outliers'), is enerzijds de mediaanwaarde belangrijk om die uitbijters te neutraliseren. Anderzijds wordt via het geglobaliseerde gemiddelde veeleer een beeld geschetst vanuit macro- en meso-economisch perspectief, terwijl de mediaan de micro-economische situatie belicht.

3.1 Rentabiliteit

In deze paragraaf zal de rentabiliteit van een vennootschap worden bestudeerd in verhouding tot enerzijds de verkopen en anderzijds het eigen en het totale vermogen.

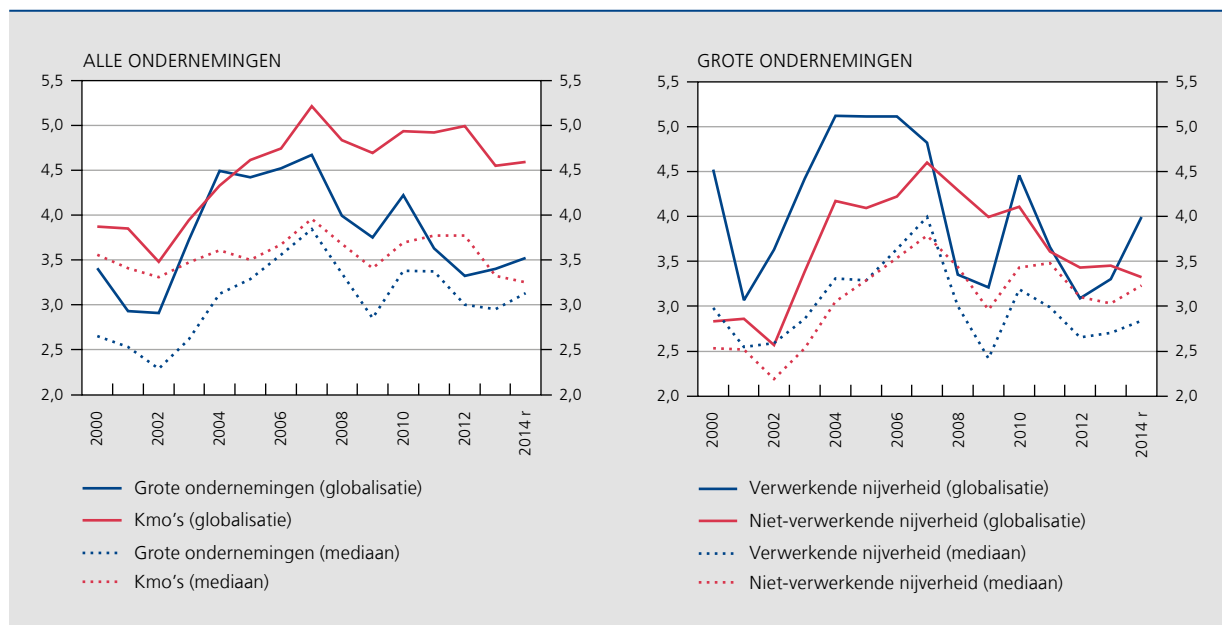
3.1.1 Nettoverkoopmarge

De rentabiliteit van de verkopen kan worden gemeten via de nettoverkoopmarge. Dit is de verhouding tussen het nettobedrijfsresultaat en de verkopen. De nettoverkoopmarge schetst een beeld van de relatieve efficiëntie van de onderneming nadat alle bedrijfskosten, inclusief de afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen van de onderneming, in mindering werden gebracht. Ze geeft een indicatie over de capaciteit van de onderneming om een positief bedrijfsresultaat uit de verkoopinkomsten over te houden nadat alle operationele onkosten zijn vergoed, de financiële, uitzonderlijke en fiscale elementen buiten beschouwing gelaten.

De nettoverkoopmarge voor kmo's is over nagenoeg de hele periode groter dan die voor grote ondernemingen (zie grafiek 4). Het komt erop neer dat per € 100 aan verkopen een grotere bedrijfswinst overblijft in een kmo-entiteit. Hierbij moet worden opgemerkt dat hier alleen rekening wordt gehouden met de kmo's waarvoor een nettoverkoopmarge kon worden berekend, wat slechts mogelijk is indien het omzetcijfer in de jaarrekening van de kmo vermeld staat. Het verschil tussen de geglobaliseerde nettoverkoopmarge voor kmo's en die voor grote ondernemingen werd bovendien groter over de jaren heen. Hiervoor zijn verschillende verklaringen mogelijk. Grote ondernemingen verschaffen doorgaans méér werkgelegenheid wat resulteert in een groter gewicht van de personeelskosten, een kostenpost die de laatste jaren sneller groeide dan de toegevoegde waarde, met uitzondering van het laatste jaar. Zoals supra werd vermeld, was dit het gevolg van een afname van de inflatie in 2014, wat een weerslag had op de automatische loonindexering, en van een bevrozing van de reële loonsverhogingen voor de periode 2013-2014. Bovendien ondervinden de grotere ondernemingen een toenemende internationale concurrentie waardoor hun marges kleiner worden.

Tot en met 2007 lieten de grote ondernemingen in de verwerkende nijverheid een hogere nettoverkoopmarge optekenen dan die in de niet-verwerkende nijverheid. Dit is te verklaren door de hogere marges in de chemische en farmaceutische nijverheid, de hout- en papiersector

GRAFIEK 4 NETTOVERKOOPMARGE
(in %)



Bron: NBB.

en de ijzer- en staalnijverheid. Sinds 2008 echter bleek de nettoverkoopmarge van de grote industriebedrijven sterker te lijden onder de neerwaartse conjunctuur die volgde op de financiële crisis. De grootste daling was zichtbaar in dezelfde bedrijfstakken, die niet alleen sterk conjunctuurgevoelig zijn, maar ook aanzienlijk worden beïnvloed door het internationale klimaat. Volgens de ramingen voor 2014 herstelt de geglobaliseerde nettoverkoopmarge zich zeer voorzichtig bij zowel de grote ondernemingen (3,5 %) als de kmo's (4,6 %). Het aarzelande herstel is meetbaar in bijna alle industrietakken dankzij een daling van hun operationele kosten, die grotendeels valt te verklaren door de lagere grondstoffenprijzen. De farmaceutische nijverheid wijkt hiervan af met haar lagere nettoverkoopmarge (daling van 8,5 % in 2013 tot, naar schatting, 5,7 % in 2014) als gevolg van verhoogde afschrijvingen op gekapitaliseerde O&O-kosten en op vergunningen voor nieuwe geneesmiddelen.

3.1.2 Economische en financiële rentabiliteit

In de analyse van de rentabiliteit in verhouding tot het eigen en het totale vermogen kan een onderscheid worden gemaakt tussen de economische en de financiële rentabiliteit van een vennootschap. De economische rentabiliteit wordt gemeten als de verhouding tussen het nettoresultaat vóór belastingen en schuldenlasten en het totale vermogen. Hierbij worden de uitzonderlijke resultaten bewust buiten beschouwing gelaten, omdat deze eenmalig zijn en enkel het nettoresultaat van de normale bedrijfsactiviteiten wordt beoogd. De ratio vormt een indicator van de economische gezondheid van de onderneming, ongeacht de manier waarop de activiteiten worden gefinancierd. Bij de financiële rentabiliteit wordt echter wel rekening gehouden met de financieringswijze en ze wordt in deze studie benaderd via de nettorentabiliteit van het eigen vermogen, waarbij de winst vóór belastingen wordt gedeeld door het totale eigen vermogen. Deze ratio geeft derhalve een aanwijzing betreffende het rendement dat de aandeelhouders halen uit de lopende activiteiten van de onderneming, eveneens zonder rekening te houden met de uitzonderlijke resultaten of de belastingen. Beide rentabiliteitsratio's worden berekend vóór aftrek van belastingen om ze onderling te kunnen vergelijken.

De opgetekende verschillen tussen de twee vermelde vormen van rentabiliteit kunnen worden verklaard door het financiële hefboomeffect. Indien een onderneming middelen kan lenen tegen een rente die lager is dan haar

economische rentabiliteit, kan zij hierdoor haar financiële rentabiliteit verhogen. De reden is dat schulden bij derden meestal aanzienlijk minder kosten dan eigen vermogen omdat aandeelhouders bovenop het normale rendement op investeringen ('return on investment') ook een hogere risicopremie⁽¹⁾ verwachten voor hun kapitaalbreng. De financiële rentabiliteit van de onderneming wordt bijgevolg bepaald door haar economische rentabiliteit verhoogd met haar financiële hefboomfactor⁽²⁾, die wordt beïnvloed door de mate waarin een onderneming zich financiert met vreemd vermogen en de daaraan gekoppelde interestvoet. Daarbij spelen niet alleen de rentelasten van bank- en obligatieleningen een rol, maar ook de eventuele kosten verbonden aan schulden bij leveranciers of bij zogenoemde intercompany-vennootschappen. Een hefboomratio groter dan 1 betekent dat het aangaan van schulden een verhogend effect heeft op de nettorentabiliteit van het eigen vermogen, terwijl een ratio kleiner dan 1 wijst op een negatief effect van het aanhouden van schulden op de financiële rentabiliteit van de vennootschap. In grafiek 5 wordt de theorie getoetst aan het cijfermateriaal uit de jaarrekeningen.

De geglobaliseerde economische rentabiliteit voor de grote ondernemingen vertoont een dalende trend sinds de financiële crisis in 2008, terwijl die voor de kmo's beter stand hield. Kmo's zijn minder conjunctuurgevoelig omdat zij minder gericht zijn op industriële activiteiten en op internationale handel. De grote ondernemingen bleken sterker te worden beïnvloed door de neerwaartse conjunctuur en kwamen daardoor in 2013 uit op het laagste economische rentabiliteitsniveau (3,9 %) van de afgelopen 15 jaar. De sterkste daling kwam voor in de verwerkende nijverheid, waar alle takken tussen 2007 en 2013 een afname te zien gaven, met als sterkste daler de ijzer- en staalnijverheid. De invloed van de minder gunstige internationale omgeving leidde er tot een tijdelijke stillegging of zelfs sluiting van productie-eenheden. Ook in de voedingsindustrie en de chemische nijverheid liep de economische rentabiliteit aanzienlijk terug. In de laatstgenoemde bedrijfstak was dit hoofdzakelijk het gevolg van krimp margins en van de prijschommelingen van de grondstoffen. Het langzame herstel van de economische groei in 2014 lijkt zich aarzeland te vertalen in een beperkt herstel van de economische rentabiliteit bij de grote bedrijven, maar enkel in de verwerkende nijverheid, meer bepaald in alle takken behalve de farmaceutische sector. De sterkste opleving deed zich voor in de voedingsindustrie, de ijzer- en staalnijverheid en de chemie.

Uit grafiek 5 blijkt dat de financiële rentabiliteit over de beschouwde periode hoger is dan de economische rentabiliteit, wat erop wijst dat de ondernemingen ongeacht hun bedrijfsgrootte in staat zijn schulden aan te gaan

(1) In geval van een faillissement zal de onderneming eerst haar schuldeisers terugbetalen, vervolgens de achtergestelde schuldeisers vergoeden en daarna het resterende bedrag teruggeven aan de aandeelhouders. De laatste groep loopt bijgevolg het grootste risico, waartegenover een hogere risicopremie staat.

(2) De financiële hefboomfactor = (winst vóór belastingen/nettoresultaat vóór belastingen en financiële kosten) x (totaal vermogen/eigen vermogen).

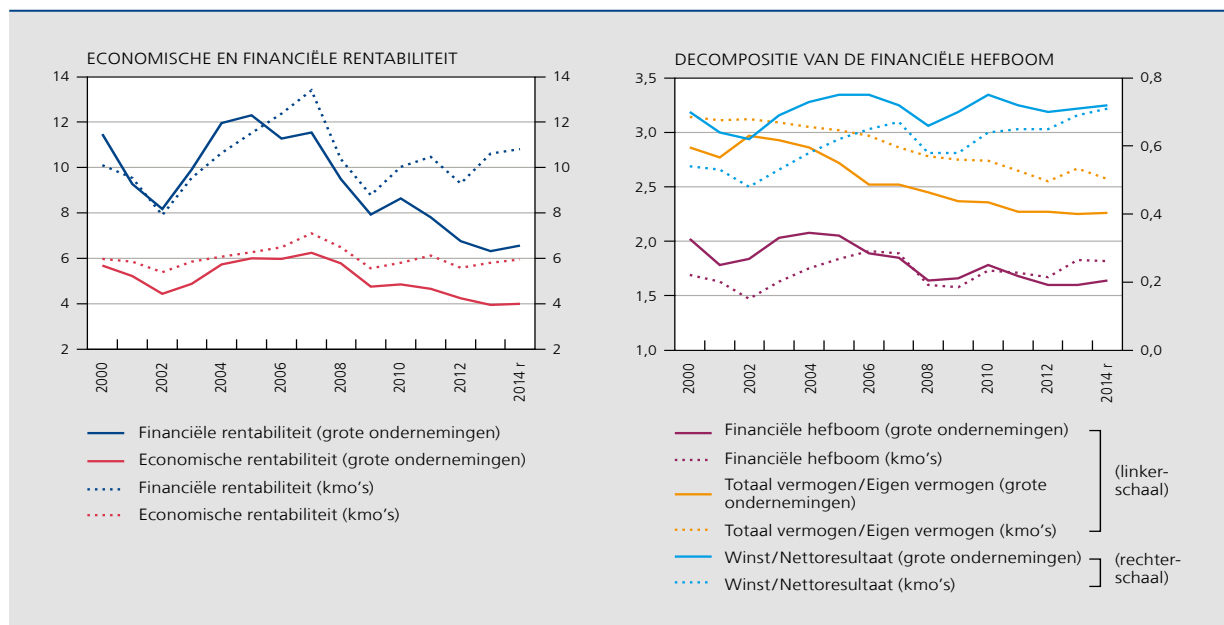
tegen een rente die lager is dan hun economische rentabiliteit. De geglobaliseerde financiële rentabiliteit voor de kmo's vertoonde na 2008 een herstel dankzij een relatief constante economische rentabiliteit samen met een versterking van de financiële hefboom. Dit laatste kan worden uitgelegd doordat in die periode kmo's in vergelijking met grote ondernemingen relatief meer gebruik maakten van vreemd vermogen om hun activa te financieren, zodat de forse daling van de kosten van bankkrediet sinds 2008 (zie grafiek 8) een sterkere rol kon spelen. Bovendien bleef de financiële rentabiliteit voor de grote ondernemingen van jaar tot jaar dalen waardoor ze in 2013 haar laagste peil (6,3%) van de afgelopen vijftien jaar bereikte. Dit is toe te schrijven aan enerzijds een dalende economische rentabiliteit en anderzijds een daling van het hefboomeffect (hoewel de hefboom groter blijft dan 1). De afname van de hefboom is te verklaren door een relatief sterke toename van de zogenoemde equity ratio⁽¹⁾ ten opzichte van die van de kmo's. Dit compenseerde gedeeltelijk het positieve effect van de lagere rentelasten op vreemd vermogen, wat zichtbaar is in een minder sterke toename van de verhouding tussen de winst vóór belastingen en het nettoresultaat vóór belastingen en financiële kosten. Volgens de raming voor het jaar 2014 lijkt er een kentering in het verloop van de financiële rentabiliteit van de grote ondernemingen op te treden dankzij het

voorzichtige herstel van de economische rentabiliteit. Samengevat betekent dit dat een investering in een grote onderneming nu een reëel lager rendement oplevert voor de aandeelhouders dan tien jaar geleden.

Voor een belegger is het echter belangrijk te weten of een aandeel nog steeds meer opbrengt dan een risico-vrije belegging, zoals het rendement van een Belgische overheidsobligatie (OLO) op 10 jaar. Meer concreet moet hiervoor een variant van de financiële rentabiliteit worden bekeken, namelijk de nettorentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen. Dit is de winst na interestkosten en belastingen over het eigen vermogen exclusief de uitzonderlijke winsten, die eenmalig zijn. In grafiek 6 wordt voor de grote ondernemingen de geglobaliseerde rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen vergeleken met het rendement van staatsleningen. Als referentie hiervoor wordt het rendement van de OLO's op 10 jaar gehanteerd. Het verschil tussen de nettorentabiliteit en het rendement van staatsleningen kan worden beschouwd als een indicatie voor de risicopremie die aan aandeelhouders van belangrijke ondernemingen werd aangeboden. Dit moet met de nodige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd aangezien vanuit de meeste grote ondernemingen niet beursgenoteerd zijn. Niet onverwacht blijkt dat vóór de financiële crisis een belegging in aandelen veel interessanter was dan in de periode na de crisis, hoewel het verschil tussen het rendement van de staatsleningen en de nettorentabiliteit van het eigen vermogen in de

(1) De equity ratio geeft de verhouding tussen het eigen vermogen en het totale vermogen weer.

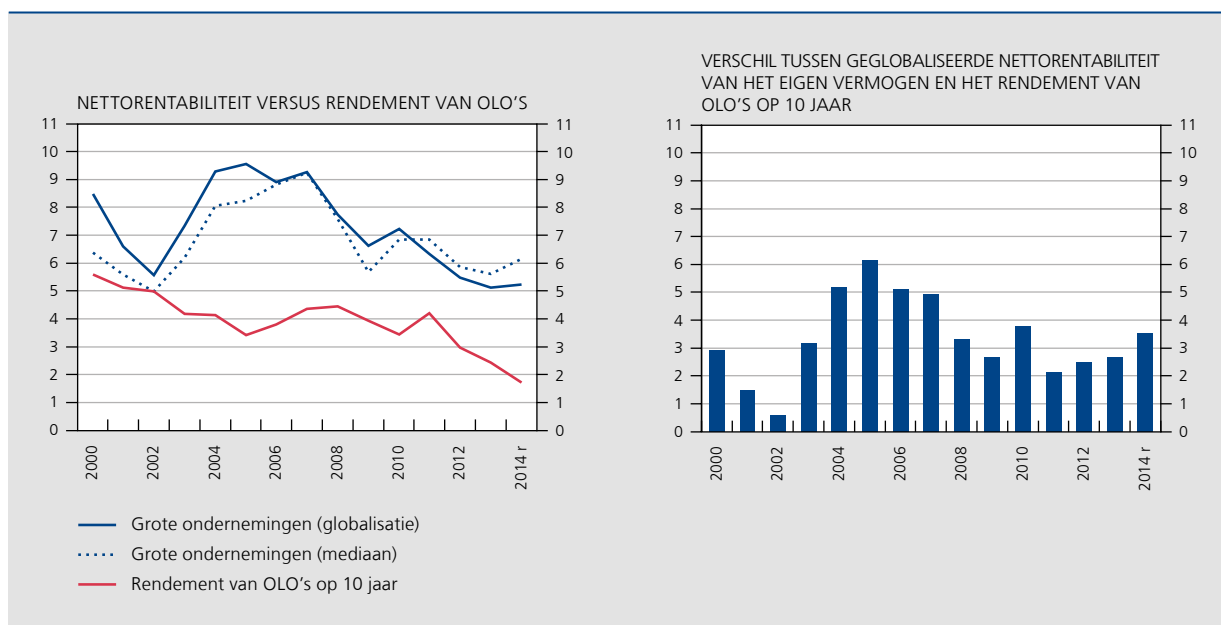
GRAFIEK 5 GEGLOBALISEERDE ECONOMISCHE EN FINANCIËLE RENTABILITEIT, EN FINANCIËLE HEFBOOM NAAR BEDRIJFSGROOTTE (in %)



Bron: NBB.

GRAFIEK 6 NETTORENTABILITEIT VAN HET EIGEN VERMOGEN NA BELASTING VERSUS RENDEMENT VAN BELGISCHE STAATSLENINGEN

(in %)



Bron: NBB.

meest recente jaren opnieuw toenam. Het rendement van staatsobligaties liep na de crisis eveneens sterk terug, niet alleen in België maar ook elders in Europa, als gevolg van monetaire maatregelen op Europees niveau om het probleem van de hoge staatsschulden in Europa – die werden veroorzaakt door de financiële crisis – onder controle te krijgen.

3.2 Solvabiliteit

De belangrijkste doelstelling van solvabiliteitsratio's is na te gaan in welke mate de onderneming haar financiële verplichtingen, dit zijn de interestbetalingen en de aflossingen van schulden, kan naleven.

De solvabiliteitsratio's spelen een doorslaggevende rol in de faillissementsvoorspellende modellen van de Bank, meer bepaald in het 'Financiële gezondheidsmodel' dat deel uitmaakt van het ondernemingsdossier van de Balanscentrale en in het 'In house Credit Assessment System' (ICAS) dat de NBB sinds 2013 officieel toepast voor IFRS-ondernemingen en sinds 2015 voor BE GAAP-entiteiten. Het ICAS-systeem is een instrument waarmee de kredietkwaliteit van Belgische niet-financiële ondernemingen wordt geanalyseerd in de context van het monetair beleid van het Eurosysteem (zie paragraaf 3.3).

3.2.1 Graad van financiële onafhankelijkheid en zelffinancieringsgraad

De bekendste meeteenheid van de solvabiliteit is de graad van financiële onafhankelijkheid van de onderneming. Dit is het eigen vermogen ten opzichte van het totaal vermogen. Hoe groter de financiële onafhankelijkheid van de onderneming is, des te kleiner zal haar schuldgraad zijn en des te groter haar buffer – gevormd door het eigen vermogen – om schuldeisers terug te betalen. De graad van financiële onafhankelijkheid meet met andere woorden de robuustheid van de kapitaalstructuur van een onderneming.

Een hogere ratio impliceert dat in het geval van een faillissement de kans groot is dat het eigen vermogen voldoende zal zijn om de liquidatieverliezen op te vangen en om de schuldeisers een groot deel van hun schuldvordering terug te betalen. Vennootschappen met een hogere graad van financiële onafhankelijkheid zullen doorgaans lagere rentekosten voor hun schulden betalen (wegens het lagere risico), waardoor ze meer middelen overhouden om te investeren of dividenden uit te betalen. Op die manier is het voor ondernemingen met een hogere financiële onafhankelijkheid makkelijker om van banken een lening te verkrijgen of zich te financieren via de kapitaalmarkt.

Een iets minder traditionele solvabiliteitsratio is de zelffinancieringsgraad. Dit is de verhouding van de reserves en

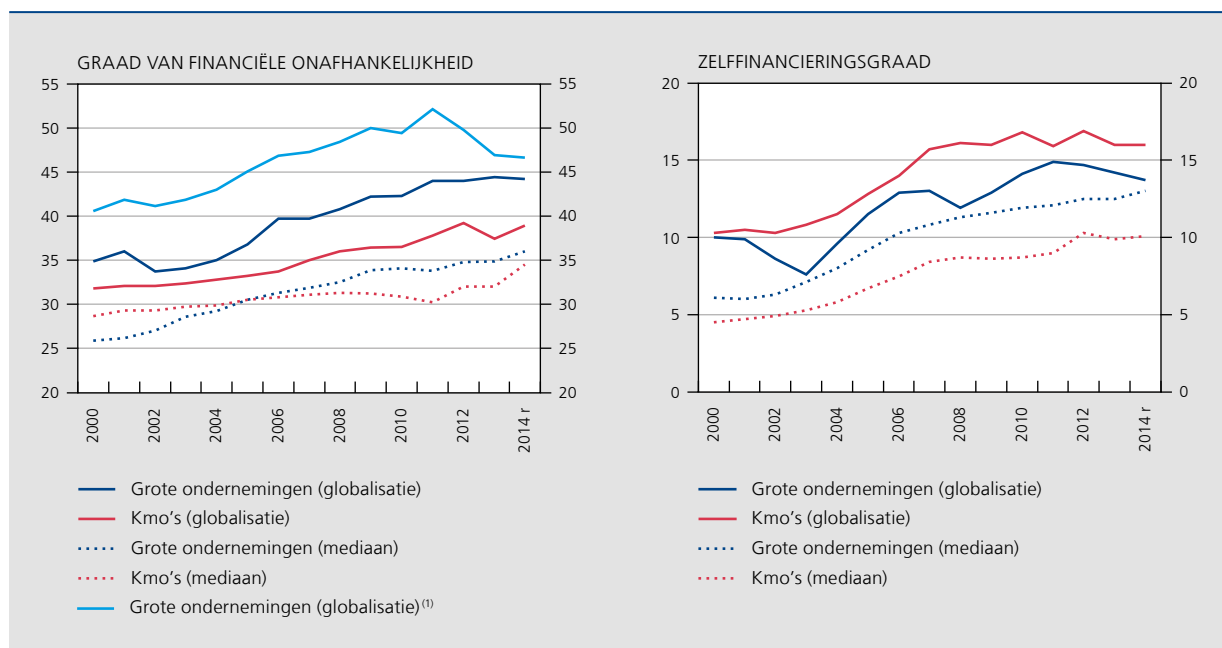
overgedragen winsten/verliezen tot het totaal vermogen. Deze ratio bepaalt in welke mate een vennootschap in staat is om via gerealiseerde winsten haar eigen vermogen op te bouwen. Zo vormt de ratio een indicator voor de gecumuleerde rentabiliteit uit de voorgaande jaren en het boekjaar zelf. Tegelijkertijd zegt de zelffinancieringsgraad iets over het dividend- en reserveringsbeleid van de onderneming. Een hoge zelffinancieringsgraad betekent enerzijds dat de groei van de onderneming in belangrijke mate wordt gefinancierd door eigen winsten en minder door extra aangegane schulden. Anderzijds impliceert een grote zelffinancieringsgraad een kleiner risico dat een geleden verlies de stabiliteit van de onderneming kan aantasten.

Deze ratio kan evenwel een vertekend beeld geven in geval van zuiver boekhoudkundige operaties tussen reserves en overgedragen winsten enerzijds en kapitaal en uitgiftepremies anderzijds. Wanneer een deel van de reserves wordt overgeboekt naar het kapitaal, daalt de zelffinancieringsgraad van de vennootschap zonder dat het totale eigen vermogen afneemt. Om die reden moet de zelffinancieringsgraad samen met de financiële onafhankelijkheidsgraad worden beschouwd.

In 2014 bleef het geglobaliseerde gemiddelde van de financiële onafhankelijkheidsgraad voor de grote

ondernemingen naar raming vrijwel stabiel op 44,2%; terwijl de ratio voor de kmo's zich in 2014 naar schatting opnieuw herstelde tot het niveau van het jaar 2012 (39%) na een scherpe daling in 2013 als gevolg van lagere bedrijfswinsten, waardoor er minder kon worden overgedragen naar het eigen vermogen. Sinds 2011 is de financiële onafhankelijkheid in geglobaliseerde termen voor de grote ondernemingen vrij constant gebleven, terwijl deze vroeger gestaag toenam, met een versterking vanaf 2005 door de invoering van de belastingaftrek voor risicokapitaal, ook wel de notionele interestaftrek genoemd. Dankzij deze notionele interestaftrek kon in België buitenlands kapitaal worden aangetrokken, vooral in de bedrijfstak 'activiteiten van hoofdkantoren', een branche die buiten de onderzoekspopulatie van deze studie valt. Om evenwel de recente ontwikkelingen in de bedrijfstak 'activiteiten van hoofdkantoren' te illustreren, wordt deze in het eerste deel van grafiek 7 opgenomen in een extra ratio. Het is namelijk zo dat de notionele interestaftrek tijdens de laatste jaren minder aantrekkelijk is geworden, enerzijds omdat het basistarief voor aftrek sinds 2010 jaar op jaar wordt verminderd (meer bepaald tot het niveau van 1,630% voor het aanslagjaar 2016, tegen 4,473% in het aanslagjaar 2010) en anderzijds omdat het sinds het aanslagjaar 2013 voor bedrijven niet langer mogelijk is om de interesten die uitkomen boven het bedrag van de belastinggrondslag naar een

GRAFIEK 7 FINANCIËLE ONAFHANKELIJKHEID EN ZELFFINANCIERINGSGRAAD VAN BELGISCHE VENNOOTSCHAPPEN (in %)



Bron: NBB.

(1) Met inbegrip van de bedrijfstak 'activiteiten van hoofdkantoren'.

TABEL 5 TARIEF VAN DE NOTIONELE INTERESTAFTREK
(in %)

Aanslagjaar	Basistarief	Verhoogd tarief voor kmo's
2007	3,442	3,942
2008	3,781	4,281
2009	4,307	4,807
2010	4,473	4,973
2011	3,800	4,300
2012	3,425	3,925
2013	3,000	3,500
2014	2,742	3,242
2015	2,630	3,130
2016	1,630	2,130

Bron: FOD Economie.

later aanslagjaar over te dragen. De minder gunstige voorwaarden voor de notionele interestaftrek komen tot uiting in een meer stabiel verloop van het geglobaliseerde gemiddelde van de financiële onafhankelijkheidsgraad van de vennootschappen. In de branche 'activiteiten van hoofdkantoren' is de financiële onafhankelijkheid zelfs afgenomen, omdat dergelijke bedrijven minder geneigd zijn hun kapitaal nog langer in België te houden.

Tijdens de laatste twee jaren (2013-2014r) daalde de geglobaliseerde ratio van de zelffinancieringsgraad voor grote ondernemingen, terwijl de mediaan bleef toenemen. De afname in het geglobaliseerde gemiddelde is vermoedelijk het gevolg van een boekhoudkundige operatie waarbij reserves werden verminderd ten belope van het bedrag waarmee het kapitaal werd verhoogd. Deze transactie werd toegepast ingevolge de door Minister Geens in november 2013 genomen overgangsmaatregel in het kader van de hogere roerende voorheffing op de liquidatiebonus. Bij de begrotingscontrole van maart 2013 werd besloten het tarief van de roerende voorheffing op de liquidatiebonus vanaf 1 oktober 2014 te verhogen van 10 % tot 25 %. Een liquidatiebonus is het vermogen dat een ontbonden vennootschap aan

(1) Om het geïncorporeerde kapitaal belastingvrij te kunnen uitkeren, moet het minimaal 4 jaar worden aangehouden door kmo's en 8 jaar door grote ondernemingen, te rekenen vanaf de inbreng in kapitaal.

(2) Vanaf het aanslagjaar 2016 kan een kmo ervoor kiezen winsten niet uit te keren aan aandeelhouders, maar te reserveren in de onderneming en hierop een anticipatieve heffing van 10 % te betalen. Op die manier hoeft bij een latere vereffening geen aanvullende roerende voorheffing te worden betaald. Als voorwaarde geldt wel dat de gereserveerde winsten tot aan het moment van de vereffening in de vennootschap blijven. Indien de gereserveerde winst binnen de 5 jaar in de vorm van dividenden wordt uitgekeerd, geldt momenteel een aanvullende roerende voorheffing van 15 %. Bij een uitkering na 5 jaar is een aanvullende voorheffing van 5 % van toepassing.

haar aandeelhouders toekent bovenop het terugbetaalde werkelijk gestorte kapitaal dat in principe belastingvrij is. Om een golf van liquidaties van actieve vennootschappen te vermijden, heeft Minister Geens in november 2013 een overgangsmaatregel uitgewerkt. Deze overgangsbepaling hield in dat een onderneming een deel van de belaste reserves, zoals die op 31 maart 2013 werden opgetekend, kon uitkeren tegen het toen geldende tarief van 10 % roerende voorheffing, op voorwaarde dat ze onmiddellijk weer in het gestorte kapitaal werden opgenomen. Dit gedeelte van het gestorte kapitaal kan dan op termijn⁽¹⁾ belastingvrij worden uitgekeerd alsof het altijd al tot het gestorte kapitaal heeft behoord. Op die manier kon de verhoogde roerende voorheffing van 25 % worden vermeden. De dividenduitkering en de simultane kapitaalverhoging ten gevolge van die maatregel konden plaatsvinden na 1 juli 2013 en vóór 1 oktober 2014, afhankelijk of de vennootschap haar boekhouding al dan niet per kalenderjaar voert. Vennootschappen maakten hiervan gebruik waardoor de zelffinancieringsgraad in 2013 en 2014 (raming) daalde. Deze afname is weinig betekenisvol temeer daar het niveau van het eigen vermogen zelf niet terugliep, aangezien de aandeelhouders het verkregen dividend (waarmee de reserves werden verminderd) onmiddellijk moesten terugstorten in het kapitaal van de vennootschap.

Volgens de notificatie van de ministerraad van 15 oktober 2014, besliste de huidige regering in het kader van de begrotingsopmaak voor 2015 dat kmo's (volgens artikel 15 van het Wetboek Vennootschappen) de mogelijkheid kunnen behouden om aan het verhoogde roerende voorheffingstarief te ontsnappen indien ze een liquidatiereserve⁽²⁾ aanleggen.

3.2.2 Gemiddelde rentelasten van de financiële schulden en opsplitsing naar type financiële schulden

Grafiek 8 illustreert het verloop van de gemiddelde rentelasten van de financiële schulden bij grote ondernemingen, die worden berekend als de verhouding tussen de kosten uit schulden en de som van de kort- en langlopende financiële schulden. Deze ratio wordt enkel voor de grote ondernemingen geraamd omdat de kmo's niet afzonderlijk melding maken van de rentelasten op schulden. Zowel in geglobaliseerde als in mediaantermen bereikten de gemiddelde rentelasten in 2008 hun hoogste niveau waarna ze daalden tot het laagste peil in 2014 (naar raming 3,3 % voor het geglobaliseerde gemiddelde en 4,0 % voor de mediaan). De ratio vertoont hetzelfde verloop als de gewogen gemiddelde kosten die Belgische banken aanrekenen op nieuwe bedrijfskredieten en als het rendement van de bedrijfsobligaties (deel 2, grafiek 8).

In 2014 daalden zowel de kosten van bankkredieten als het rendement van bedrijfsobligaties in sterke mate, wat grotendeels te verklaren is door een verdere verlaging van de beleidsrente van de ECB en een verdere afname van de geldmarktrentes (vooral die op lange termijn).

Hoewel de financieringskosten van bankkredieten de afgelopen jaren een historisch laag niveau bereikten, werden de niet-monetaire voorwaarden voor het verkrijgen van een nieuwe banklening niet door alle ondernemers als even gunstig ervaren.

Uit de door de NBB gehouden 'kwartaalenquête naar de beoordeling van de kredietvoorwaarden' blijkt dat een gemiddelde bedrijfsleider de algemene toekenningsvoorwaarden voor nieuwe bankleningen sinds 2014 als positiever ervaart en dit voor het eerst sinds het tweede kwartaal van 2011. Deze verbetering is sterker voor de grote ondernemingen dan voor de kmo's. Die gunstige ontwikkeling was vooral het gevolg van de lagere rentevoeten, terwijl de beoordeling van de niet-monetaire voorwaarden verslechterde, zij het minder uitgesproken. Uit de antwoorden van de Belgische kmo's op de SAFE-enquête (Survey on the Access to Finance of small and medium-sized Enterprises in the euro area) bleek dat vooral de ondernemingen met een betere balanspositie makkelijker externe financiering konden aantrekken. Beide enquêtes leken erop te wijzen dat de 'niet-monetaire voorwaarden

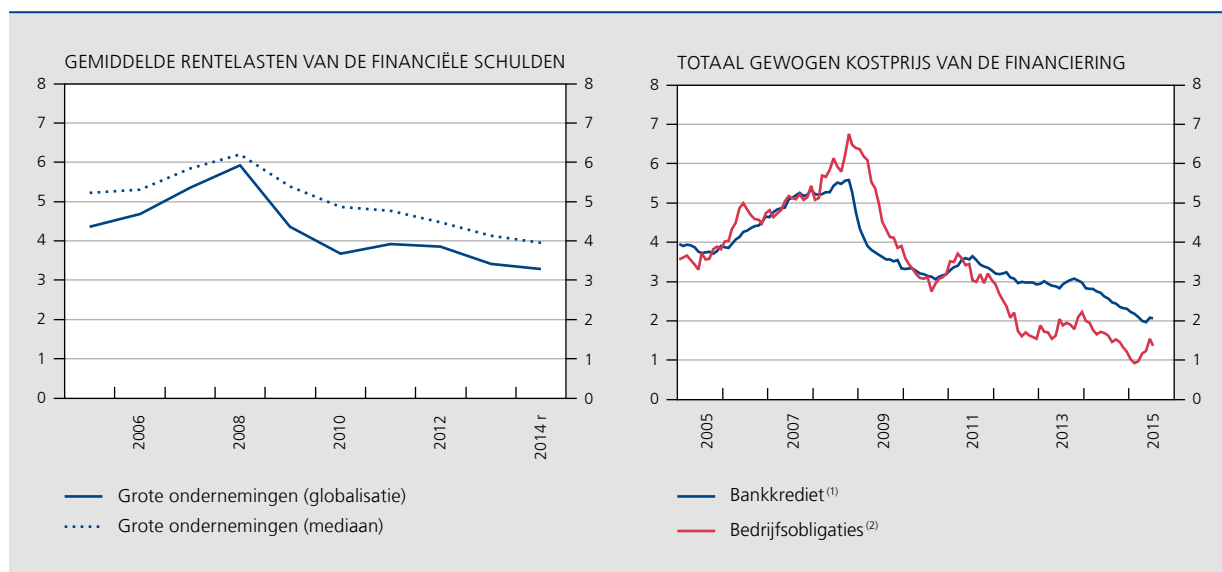
voor het verkrijgen van een nieuw bankkrediet' voor kmo's meer rigide zijn dan voor grote ondernemingen. Dit is een belangrijk aandachtspunt omdat de Belgische economie sterk kmo-gericht is en bankkrediet voor die ondernemingen veruit de belangrijkste bron van schuld-financiering is.

Voor grote ondernemingen is het makkelijker om naast de bankkredieten een beroep te doen op andere vormen van externe financiering (grafiek 9). Zo maakten de grote ondernemingen sinds 2006 steeds minder gebruik van bancaire schulden: het aandeel daalde van 47 % in 2006 tot naar raming 34 % in 2014. Ze konden zich extern financieren via de uitgifte van bedrijfsobligaties (4 % in 2006 tegen zowat 10 % in 2014) en via 'andere leningen' (die toenamen van 44 % in 2006 tot ongeveer 49 % in 2014). Deze laatste bestonden vooral uit intragroepsleningen.

3.2.3 De terugbetalingscapaciteitsratio van de interesten (Times interest earned ratio)

Zoals hierboven werd gesteld, kan de solvabiliteitspositie van een vennootschap worden bepaald door de mate waarin de onderneming de vaste interestkosten op het vreemd vermogen kan dragen, ook wanneer het bedrijfsresultaat en de financiële inkomsten voor de vennootschap minder gunstig uitvallen. Dit kan worden gemeten aan de hand van de zogenoemde times interest

GRAFIEK 8 FINANCIERINGSKOSTEN
(in %)

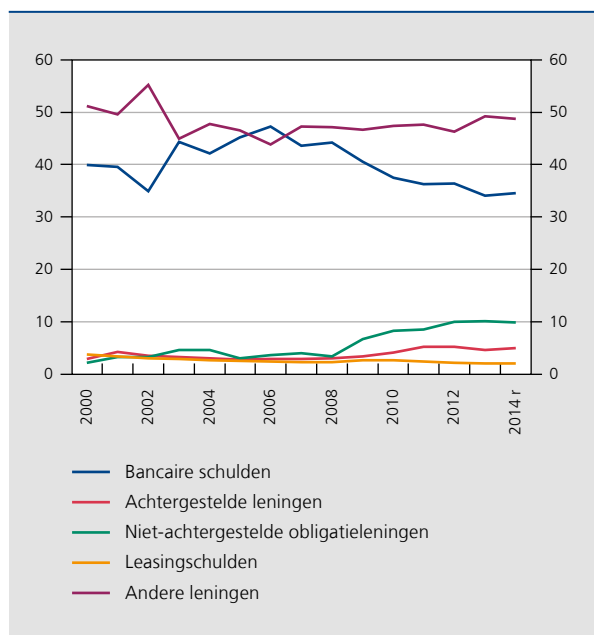


Bron: NBB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Gewogen gemiddelde rente toegepast door Belgische banken op nieuwe bedrijfskredieten. De rente wordt gewogen op basis van de uitstaande bedragen van de verschillende krediettypes.

(2) Rendement van de index van obligaties uitgegeven door Belgische niet-financiële vennootschappen, uitgedrukt in euro, voor alle looptijden samen. De index is gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen.

GRAFIEK 9 AANDEEL VAN DE VERSCHILLENDE TYPES VAN FINANCIËLE SCHULDEN VAN DE GROTE ONDERNEMINGEN
(in %)

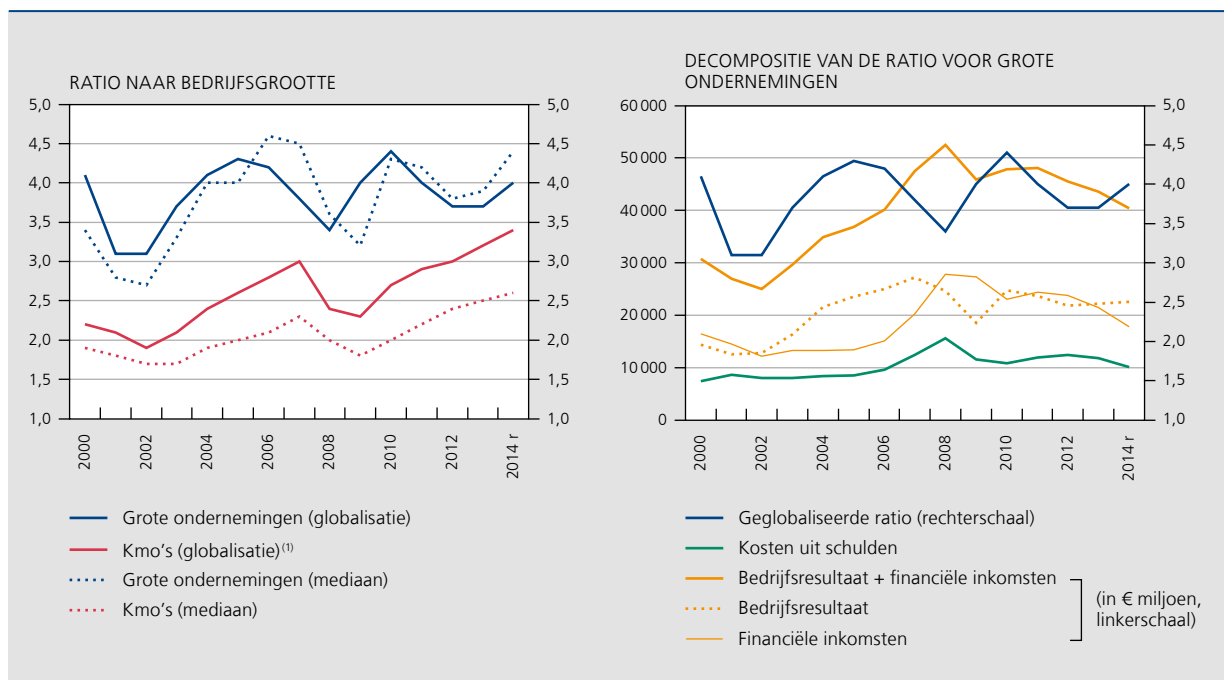


Bron: NBB.

earned ratio. Deze ratio is de verhouding van het netto operationeel resultaat en de financiële inkomsten van de vennootschap tot de interestkosten voor bancaire schulden en obligatieleningen. De financiële inkomsten van de vennootschap worden ook in aanmerking genomen omdat die voor bepaalde grote ondernemingen vrij belangrijk kunnen zijn, vooral wanneer ze participaties hebben in andere bedrijven of wanneer de vennootschap tegen betaling geld leent van ondernemingen binnen dezelfde groep, met name via cash pooling.

Wanneer de dekkingsratio kleiner is dan 1, genereert de vennootschap niet voldoende bedrijfswinsten en financiële inkomsten om haar interestverplichtingen na te komen. De times interest earned ratio is geglobaliseerd en in mediaantermen zowel voor de grote ondernemingen als voor de kmo's groter dan 1 tijdens de beschouwde periode 2000-2014r. De ratio's voor de grote ondernemingen liggen aanzienlijk hoger dan die voor de kmo's. De verklaring hiervoor is tweeledig: in eerste instantie ontvangen de grote ondernemingen meer financiële inkomsten uit participaties of als vergoeding voor cash pooling dan de kmo's, en ten tweede zijn de kosten uit schulden voor de kmo's relatief zwaarder, temeer daar hun schuldgraad relatief groter is dan die van de grote ondernemingen (zie grafiek 7).

GRAFIEK 10 TIMES INTEREST EARNED RATIO EN COMPONENTEN



Bron: NBB.

(1) De times interest earned ratio voor kmo's omvat in de noemer 'alle financiële kosten', aangezien de verkorte schema's van kmo's geen details geven over de 'kosten uit schulden'.

De geglobaliseerde dekkingsratio voor grote ondernemingen volgde in de periode 2000-2006 het verloop van de som van het gerealiseerde bedrijfsresultaat en de financiële inkomsten. Na 2006 daalde de dekkingsratio door toedoen van gestegen rentelasten die te wijten waren aan de hogere kosten van externe financiering, zowel voor bankkredieten als voor bedrijfsobligaties (zie grafiek 8). De dekkingsratio bereikte in 2008 een dieptepunt als gevolg van de financiële crisis. Vanaf 2009 herstelde de ratio zich dankzij een forse daling van de kosten van bankleningen en bedrijfsobligaties, die een zwaardere invloed had dan de afname van de bedrijfsresultaten. In 2010 namen de bedrijfsresultaten weer toe dankzij een opleving van de economische conjunctuur. Hierdoor werd de stijging van de dekkingsratio versterkt. In 2011-2012 daalde de ratio opnieuw door een conjunctuurinzinking. De voorbije twee jaar werd een zeer voorzichtig herstel opgetekend,

zowel in de economische groei als in de bedrijfsresultaten. Samen met een verdere daling van de kosten van bankkredieten en een nog sterkere afname van de kosten van obligatieleningen, die steeds belangrijker worden als externe financiering (zie grafiek 9), verklaart dat herstel de positieve ontwikkeling van de dekkingsratio voor grote ondernemingen.

Het verloop van de geglobaliseerde dekkingsratio voor kmo's stemt overeen met dat voor de grote ondernemingen, behalve in de jaren 2011-2012, toen de economische neergang minder impact had op de bedrijfswinsten van de kmo's.

Uit tabel 6 blijkt dat de dekkingsratio bij de grote ondernemingen in de verwerkende nijverheid groter is dan in de niet-verwerkende nijverheid. Het verschil in waarde

TABEL 6 *TIMES INTEREST EARNED RATIO* RATIO OP BEDRIJFSTAKNIVEAU, VOOR GROTE ONDERNEMINGEN

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 r	Aandeel 'kosten uit schulden' in 2014 r (in %)
Verwerkende nijverheid	4,17	3,53	4,52	5,49	4,60	4,28	4,12	5,55	28
waarvan:									
Landbouw en voedingsnijverheid ...	3,97	2,57	4,55	3,69	3,36	3,39	3,11	4,56	8
Textiel, kleding en schoeisel	3,22	1,56	2,61	3,80	3,18	3,98	3,88	6,23	1
Hout, papier en drukkerijen	2,84	2,69	2,55	3,77	3,96	3,16	2,96	2,90	2
Chemische nijverheid	3,44	2,50	3,39	4,96	4,33	4,44	3,74	5,88	7
Farmaceutische nijverheid	5,11	7,83	13,27	9,94	7,49	6,39	7,46	7,32	1
IJzer- en staalnijverheid	6,11	2,85	1,60	4,04	2,79	0,97	2,48	4,10	3
Metaalverwerkende nijverheid	7,71	6,18	5,07	7,09	6,96	7,13	8,09	9,15	3
Niet-verwerkende bedrijfstakken	3,58	3,25	3,65	3,87	3,77	3,39	3,51	3,35	72
waarvan:									
Handel in auto's	4,94	2,24	2,88	4,21	5,72	4,24	4,64	6,27	1
Groothandel	3,65	3,48	3,93	5,58	4,94	4,49	5,17	6,78	7
Kleinhandel	5,55	3,98	4,38	4,42	5,11	4,57	4,26	3,07	3
Vervoer en opslag	4,02	4,53	4,49	3,15	2,22	3,01	2,98	2,15	7
Accommodatie en maaltijden	2,12	1,89	1,78	2,40	2,57	1,58	2,30	4,41	1
Informatie en communicatie	3,86	4,43	4,36	4,08	4,40	3,75	3,03	2,84	7
Verhuur en handel in onroerende goederen	1,80	1,73	1,51	1,31	1,66	1,66	1,60	1,52	9
Overige diensten aan bedrijven	3,32	3,09	2,69	3,76	3,64	3,62	4,16	4,56	8
Energie, water en afval	2,99	2,31	3,60	3,39	3,29	2,81	2,48	2,06	17
Bouwnijverheid	5,04	4,57	4,72	4,81	4,42	4,17	4,62	4,27	4
Totaal	3,81	3,36	3,96	4,40	4,04	3,66	3,70	3,98	100

Bron: NBB.

neemt bovendien toe na de financiële crisis. De verklaring moet worden gezocht in een sterkere afbouw van de interestverplichtingen in de industriële ondernemingen, ten gevolge van enerzijds een sterkere toename van de zelffinancieringsgraad in de industriële bedrijven en anderzijds een grotere daling van de investeringsgraad voor de materiële vaste activa in de verwerkende nijverheid sinds 2008.

De 'times interest earned ratio' is aanhoudend laag in de bedrijfstak 'verhuur en handel in onroerende goederen', omdat ondernemingen in de vastgoedsector te kampen hebben met een vrij hoge financiële schuldgraad (dat is de verhouding tussen de financiële schulden op korte en lange termijn en het totaal vermogen) van gemiddeld 41 % over de periode 2007-2014r, terwijl die voor een gemiddeld grote onderneming in dezelfde periode 32 % bedraagt. De farmaceutische en metaalverwerkende nijverheid vertonen veeleer een vrij hoge dekkingsratio omdat deze bedrijfstakken ervoor kiezen hun activiteit in beperkte mate te financieren met financiële schulden (respectievelijk voor slechts 13 % en 20 %).

De industrietakken met het grootste aandeel in de 'kosten uit schulden' zijn de voedingsnijverheid en de chemie. In beide branches wordt het verloop van de 'times interest earned ratio' voornamelijk bepaald door het verloop van de bedrijfswinsten en de financiële inkomsten. De uitgesproken toename van de dekkingsratio in de voedingsnijverheid tijdens de jaren 2009 en 2014r was telkens te verklaren door uitzonderlijk verhoogde dividenden uit participaties bij enkele grote ondernemingen, terwijl in de chemie de schatting van de ratio voor het jaar 2014 wijst op een sterke stijging van de bedrijfswinsten dankzij lagere bedrijfskosten als gevolg van lagere grondstofprijzen. Voorts werd de dekkingsratio nog eens extra beïnvloed door een grote onderneming die actief is in de basischemie, ten gevolge van verhoogde opbrengsten uit participaties.

In termen van 'kosten uit schulden' geeft de dekkingsratio voor de voornaamste bedrijfstakken in de niet-verwerkende nijverheid een uiteenlopend verloop te zien. Ook hier wordt de variatie in de 'times interest earned ratio' vooral bepaald door het verloop van de bedrijfsresultaten en financiële inkomsten. De branche 'energie, water en afval' heeft als kapitaalintensieve sector een groot aandeel in het totaal aan 'kosten uit schulden' voor grote ondernemingen. De bedrijfsresultaten waren in die bedrijfstak sinds 2012 lager door het slechte economische klimaat, de toegenomen concurrentie, de aanhoudende daling

op de verkoopmarges voor elektriciteit en aardgas en de hoge regelgevingsdruk door de overheid. In 2014 daalden bovendien de financiële inkomsten bij de grootste elektriciteitsproducent in België door het wegvallen van geïnde dividenden die in 2013 uitzonderlijk hoog waren. Dit verklaarde de verlaagde dekkingsratio in de energiesector tijdens de laatste jaren.

De dekkingsratio van de branche 'vervoer en opslag' bereikte zijn laagste niveau in het geraamde cijfer voor 2014, wat te wijten is aan specifieke gebeurtenissen, namelijk een belangrijke reorganisatie in een onderneming en een grote afwaardering van de voorraden bij een beheerder van aardolievoorraden.

Aangezien de grote ondernemingen in de groothandel een constant aandeel (22 %) van hun totale vermogen financieren via financiële schulden, kunnen de lagere interestkosten voor bankschulden en bedrijfsobligaties een afname van de kosten uit schulden verklaren. Tegelijkertijd wordt het verloop van de door groothandelaars geboekte bedrijfswinsten sterk beïnvloed door de resultaten in de verwerkende nijverheid als gevolg van de nauwe band tussen die twee bedrijfstakken.

3.3 Kredietrisico

De ECB keurde in 2015 het volledige 'In house Credit Assessment System' (ICAS)⁽¹⁾⁽²⁾ van de Bank goed, zodat dit voortaan kan worden gebruikt voor de beoordeling van de kredietkwaliteit van Belgische niet-financiële ondernemingen in het kader van het monetair beleid van het Eurosysteem. Die kredietkwaliteit is een maat voor het risico op wanbetaling. Daardoor kan er eveneens een risico-indicator per bedrijfstak worden berekend. Grafiek 11 illustreert, voor verschillende branches, het verloop van de kwartielen (eerste kwartiel, mediaan en derde kwartiel) van het sectorale kredietrisico voor kmo's en grote ondernemingen. De kwartaalgegevens omvatten het verloop vanaf medio 2012 tot het tweede kwartaal in 2015. Het kredietrisico wordt hoger geschat naarmate de bovenste lijn (het derde kwartiel) en de onderste lijn (het eerste kwartiel) hoger liggen.

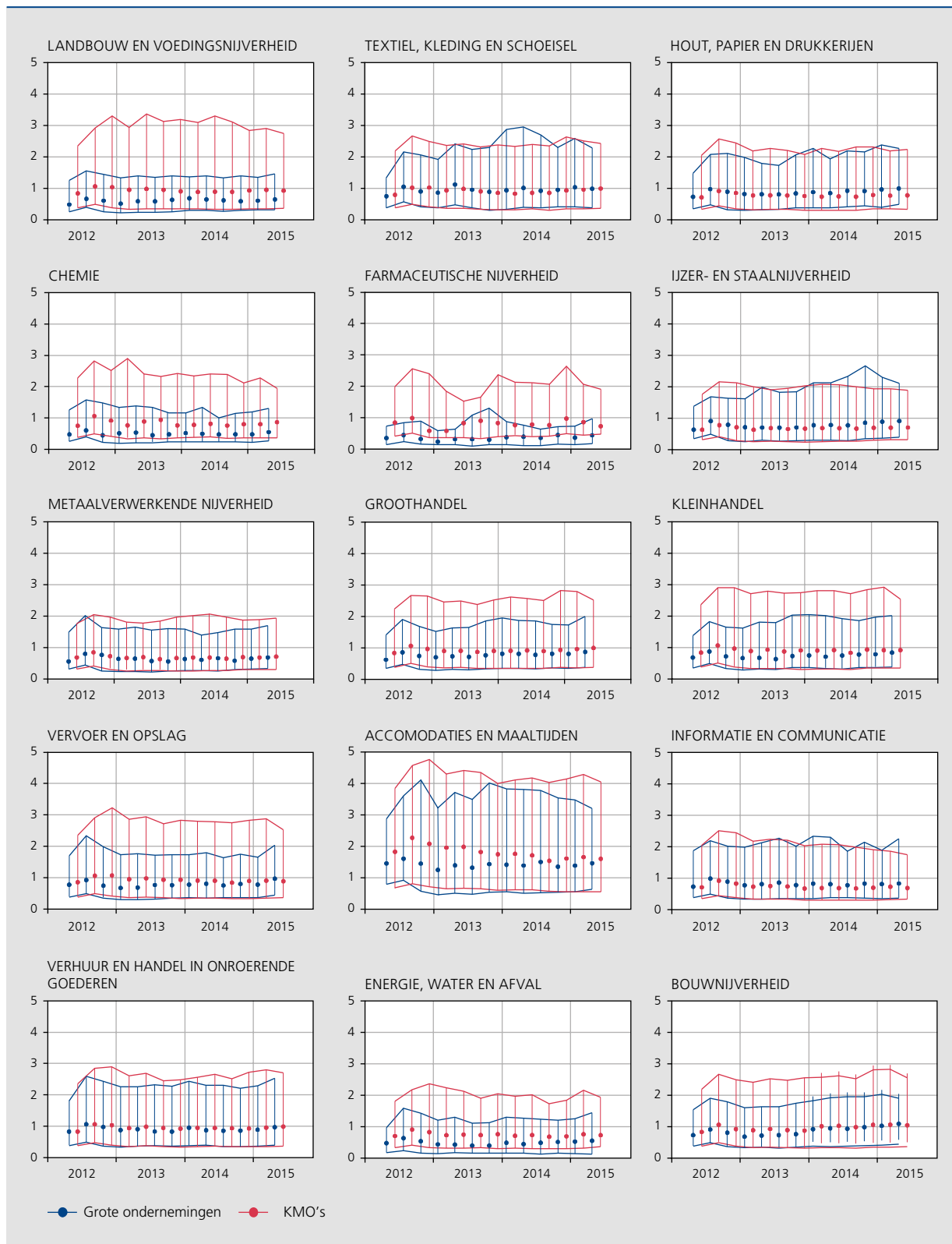
Uit de grafiek kan bijgevolg worden afgeleid dat dit risico voor kmo's meer gespreid, en dus groter, is dan bij de grote ondernemingen. Zo kan worden afgeleid dat grote ondernemingen in de farmaceutische nijverheid over de hele periode het kleinste kredietrisico lopen. Ook in de chemie, de voedingsnijverheid en de branche 'energie, water en afval' worden de grote ondernemingen gekenmerkt door een relatief laag kredietrisico. Zoals verwacht, vertonen zowel de kmo's als

(1) Zie <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html>

(2) Het In house Credit Assessment System van de NBB zal worden behandeld in een apart artikel.

GRAFIEK 11 KREDIETRISICO VOLGENS BEDRIJFSTAK EN BEDRIJFSGROOTTE

(in %, met indicatie voor kwartiel 1, mediaan, kwartiel 3)



Bron: NBB.

de grote ondernemingen in de horeca een relatief hoog wanbetalingsrisico.

Voor de kmo's met een groter kredietrisico (kwartiel 3) blijkt de kans op wanbetaling in het merendeel van de bedrijfstakken tijdens het tweede kwartaal van 2015 te zijn gedaald op jaarbasis. Of deze tendens zich zal voortzetten, zal door meer recente data moeten worden bevestigd.

De bovenvermelde beknopte bevindingen op basis van de ontwikkeling van het kredietrisico bevestigen grosso modo de resultaten op basis van de ratio-analyse in de voorgaande paragrafen. Zo doet de hogere zelffinancieringsgraad van grote ondernemingen inderdaad vermoeden dat grote ondernemingen een kleiner kredietrisico lopen, wat door grafiek 11 wordt bevestigd. De observatie dat de grote ondernemingen in de farmaceutische en metaalverwerkende nijverheid hun activiteit in mindere mate met financiële schulden financieren, doet eveneens verwachten dat deze bedrijven met een kleiner kredietrisico te kampen hebben. Er zij hier ook opgemerkt dat bij de berekening van de indicator van het kredietrisico meerdere ratio's worden gecombineerd en dat ze in sommige gevallen zelfs wordt aangevuld met een expertanalyse. In tegenstelling tot de ratio's, die uitsluitend worden berekend op basis van de jaarrekeningen, is de risico-indicator ook voor recentere perioden beschikbaar, wat dit type van indicator een aanmerkelijk voordeel geeft en derhalve de klassieke analyse kan verrijken.

4. Betalingstermijnen en faillissementsrisico

4.1 Recente ontwikkelingen

In deze paragraaf worden de recente ontwikkelingen inzake betalingstermijnen van de klanten en de leveranciers toegelicht, zoals die aan de hand van de jaarrekeningen kunnen worden berekend. Deze twee ratio's geven een indicatie omtrent de liquiditeit van de handelsvorderingen en -schulden. Ze worden omstandig gedefinieerd in bijlage 2. In grote lijnen kunnen ze als volgt worden geïnterpreteerd:

- de gemiddelde betalingstermijn van de klanten is de verhouding tussen de handelsvorderingen en de

verkopten, vermenigvuldigd met 365. Hoe lager deze ratio is, hoe sneller de onderneming door haar klanten wordt betaald, en omgekeerd;

- de gemiddelde betalingstermijn van de leveranciers is de verhouding tussen de handelsschulden en de aankopen, vermenigvuldigd met 365. Hoe lager deze ratio is, hoe sneller de onderneming haar leveranciers betaalt, en omgekeerd.

Die ratio's worden hier enkel besproken voor vennootschappen die hun jaarrekening volgens het volledige schema neerleggen. Ze zouden kunnen worden berekend voor de verkorte schema's waarin het bedrag van de omzet en de aankopen wordt vermeld; dergelijke statistieken zouden echter sterk vertekend zijn, aangezien de afgelopen jaren steeds minder verkorte schema's die facultatieve gegevens bevatten⁽¹⁾.

Voorts moet worden beklemtoond dat in de betalingstermijnratio's stromen (de aan- en verkopen over het gehele boekjaar) worden vergeleken met relatief fluctuerende voorraden (de handelsvorderingen of -schulden op de afsluitingsdatum van het boekjaar) die niet noodzakelijk representatief zijn⁽²⁾.

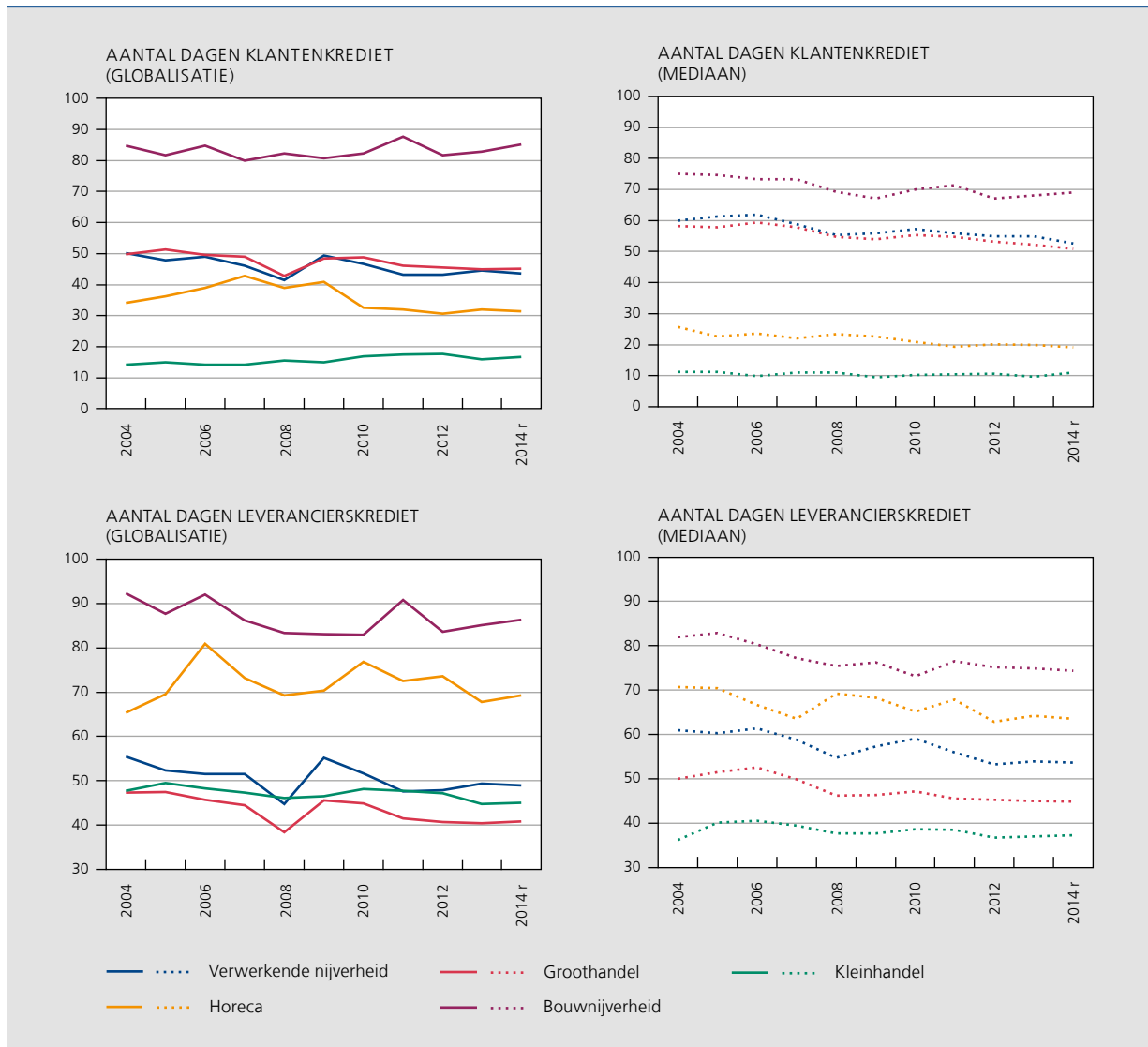
In grafiek 12 wordt het verloop van de ratio's weergegeven voor een aantal relatief homogene bedrijfstakken. Hieruit blijkt dat, zowel voor de medianen als de globalisaties, de betalingstermijnen de afgelopen tien jaar over het geheel genomen een licht neerwaartse tendens volgden. De waarden schommelen vrijwel niet ingevolge de conjunctuur. Enkel de geglobaliseerde betalingstermijn van de leveranciers werd na de recessie van 2008-2009 in bepaalde bedrijfstakken langer, zij het in zeer geringe mate. Grafiek 12 toont ook bepaalde specifieke sectorale kenmerken, waaronder meer bepaald de snelle betalingen in de kleinhandel en, daartegenover, langere betalingstermijnen in de bouwnijverheid. Voorts kan worden vastgesteld dat de kleinhandel en de horeca, omdat huishoudens een groot deel van hun cliënteel uitmaken, kredieten tussen ondernemingen aanwenden als structurele financieringsbron, met betalingstermijnen van de leveranciers die duidelijk langer zijn dan die van de klanten.

Om de vennootschappen te isoleren die hun betalingen het langst uitstellen, worden in grafiek 13 de ontwikkelingen aan het uiteinde van de verdeling weergegeven. Voor de betalingstermijn van de klanten bleef het negentigste percentiel van de ratio de afgelopen tien jaar zeer stabiel, wat betekent dat het aandeel van de vennootschappen die (zeer) laat door hun klanten worden betaald, niet toenam, ondanks het ongunstige economische klimaat. De ontwikkelingen verschillen sterker aan het uiteinde van de verdeling van de termijnen van de leveranciers: enerzijds

(1) Zo is het aantal verkorte schema's waarvoor de betalingstermijn van klanten kan worden berekend, gedaald van 55 351 eenheden in 2004 tot 27 329 eenheden in 2013.

(2) Over deze ratio's kunnen bovendien een aantal boekhoudkundige opmerkingen worden geformuleerd. Zie bijvoorbeeld Ooghe en Van Wymeersch (2006), Handboek financiële analyse van de onderneming, Intersentia, Antwerpen-Oxford.

GRAFIEK 12 GEMIDDELD AANTAL DAGEN KLANTEN- EN LEVERANCIERSKREDIET
(aantal dagen, grote ondernemingen)



Bron: NBB.

vertoonde het 90ste percentiel zeer weinig schommelingen in de industrie en de handel; anderzijds steeg het fors in de bouwnijverheid en de horeca, met name na de recessie van 2008-2009, waarna het de laatste jaren weer daalde.

Op enkele uitzonderingen na, schommelen de betalings-termijnen dus weinig naargelang van de economische omstandigheden. Dat lijkt in tegenspraak te zijn met de recente forse stijging van de faillissementen (zie grafiek 1), aangezien betalingsachterstanden algemeen

worden beschouwd als een oorzaak van faillissementen⁽¹⁾. Er zij overigens aan herinnerd dat de capaciteit om de schuldeisers terug te betalen, centraal staat in de wettelijke definitie van een faillissement. Artikel 2 van de wet van 8 augustus 1997 bepaalt immers het volgende: 'de koopman die op duurzame wijze heeft opgehouden te betalen en wiens krediet geschokt is, bevindt zich in staat van faillissement'.

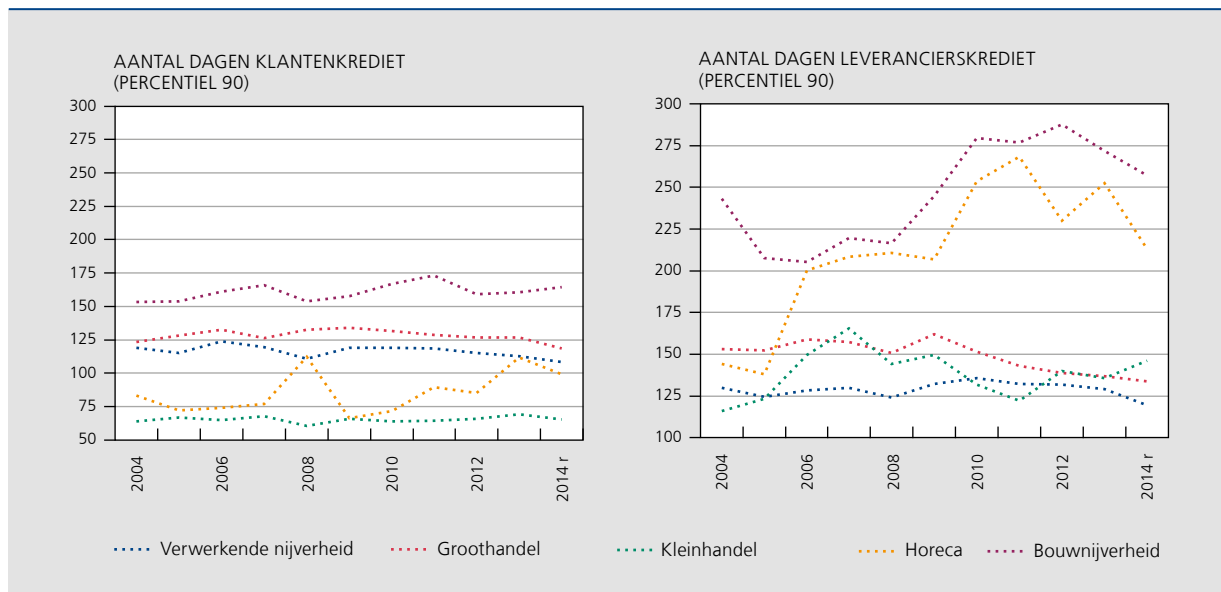
4.2 Verband met het faillissementsrisico

Gelet op dat onverwachte verloop van de betalingstermijnen, zoals ze op basis van de jaarrekeningen kunnen

(1) Zie bijvoorbeeld Graydon (2008), 'Het bedrijf in moeilijkheden voorbij', www.graydon.be.

GRAFIEK 13 **PERCENTIEL 90 VAN DE GEMIDDELTE BETALINGSTERMIJNEN**

(aantal dagen, grote ondernemingen)



Bron: NBB.

worden berekend, diende te worden nagegaan of die een echt symptoom van financiële kwetsbaarheid zijn. Daartoe werden de verschillen tussen faillierende en niet-faillierende vennootschappen geanalyseerd, waarbij een vennootschap wordt beschouwd als faillierend indien binnen 1 095 dagen (dat is driemaal 365 dagen) na de afsluitingsdatum van haar jaarrekening tegen die vennootschap een procedure van faillissement wordt ingesteld. Alle andere vennootschappen worden als niet-faillierend aangezien. Dit is de definitie die werd gebruikt bij de ontwikkeling van de financiële gezondheidsindicator die in de ondernemingsdossiers van de Balanscentrale is opgenomen.

Tabel 7 omvat verschillende statistieken over het gemiddelde van de betalingstermijnen voor het boekjaar 2011, dat het mogelijk maakt de faillissementen in 2012, 2013 en 2014 te onderzoeken. In de eerste plaats kan worden vastgesteld dat het percentage faillierende vennootschappen op 3 jaar niet hoog is: het belooft 1,6% in de industrie, 2,1% in de bouwnijverheid, 1,0% in de groothandel en 1,4% in de kleinhandel⁽¹⁾. Zoals in de vorige paragraaf werd beklemtoond, slaan deze resultaten enkel op de grote ondernemingen waarvoor betalingstermijnen kunnen worden berekend. De faillissementsgraad op 3 jaar ligt aanzienlijk hoger voor alle niet-financiële vennootschappen samen (2,9% in 2011).

(1) In de analyse werd de horeca buiten beschouwing gelaten wegens het te geringe aantal waarnemingen in die bedrijfstak (229, waarvan slechts één faillissement).

De gegevens werden gewinsoriseerd voor het 5de en het 95ste percentiel om de invloed van extreme waarden op de berekening van het gemiddelde te neutraliseren: de waarden onder het 5de percentiel werden genivelleerd tot het 5de percentiel, terwijl de waarden boven het 95ste percentiel werden genivelleerd tot het 95ste percentiel. Op basis daarvan werden gemiddelden en de overeenstemmende betrouwbaarheidsintervallen berekend. Het verschil tussen de gemiddelden van de twee groepen werd ook getest aan de hand van de t-toets. Het resultaat van deze test wordt samengevat in de p-waarde, die uitdrukt hoeveel kans op een vergissing er bestaat bij een verwerping van de hypothese dat de twee gemiddelden gelijk zijn. Eenvoudiger gezegd betekent dit dat naarmate die kans kleiner is, het geloofwaardiger wordt dat de twee gemiddelden van elkaar verschillen.

Met betrekking tot de betalingstermijn van de klanten toont tabel 7 dat het gemiddelde van de faillierende ondernemingen hoger ligt dan dat van de niet-faillierende ondernemingen in de industrie en de bouwnijverheid, en lager in de groot- en kleinhandel. Dit betekent dat de risico-ondernemingen gemiddeld genomen later worden betaald in sommige bedrijfstakken, en vroeger in andere. De spreiding is echter zeer aanzienlijk voor de faillierende ondernemingen, zoals blijkt uit de zeer grote betrouwbaarheidsintervallen voor deze laatste. In alle geanalyseerde bedrijfstakken overlapt het betrouwbaarheidsinterval van de faillierende ondernemingen trouwens dat van de

niet-faillerende ondernemingen, en uit het resultaat van de t-toets blijkt bovendien dat de gemiddelden niet aanzienlijk van elkaar verschilden.

Deze resultaten wijzen op een grote verscheidenheid aan situaties inzake de betaling door de klanten, en op de ambivalentie van de variabele voor de financiële diagnose. Enerzijds zouden ondernemingen in moeilijkheden ernaar moeten streven snel te worden betaald om hun liquiditeitsproblemen op te lossen; anderzijds kunnen hun financiële problemen juist zijn ontstaan doordat hun klanten te laat betalen. Kwetsbare ondernemingen kunnen worden benadeeld door een geheel van factoren die een snelle inning van vorderingen verhinderen, waaronder een zwakke onderhandelingspositie, een slecht imago en een inefficiënte organisatie. Algemeen beschouwd is de betalingstermijn

van de handelsvorderingen voor de onderneming een deels exogene factor, aangezien die termijn afhankelijk is van het gedrag van de klanten.

Voor de betalingstermijn van de leveranciers ligt het gemiddelde van de faillerende ondernemingen hoger in drie op de vier bedrijfstakken, maar zoals blijkt uit de t-toets is het verschil niet statistisch significant, behalve in de industrie. De waarden zijn ook voor de faillerende ondernemingen zeer uiteenlopend, wat opnieuw op een grote verscheidenheid aan situaties wijst: hoewel ondernemingen in moeilijkheden doorgaans a priori hun leveranciers te laat betalen, kan dit ook het geval zijn voor solide ondernemingen die dankzij hun onderhandelingspositie of hun reputatie in staat zijn om van hun commerciële partners een verlenging van de termijnen te verkrijgen. Daartegenover kunnen de

TABEL 7 BETALINGSTERMIJNEN EN FAILLISEMENTSRSICO
(boekjaar 2011)

	Aantal waarnemingen	Gemiddelde	Betrouwbaarheidsinterval van het gemiddelde (95%)	
Betalingstermijn van de klanten				
Verwerkende nijverheid (p = 0,92)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 058	68,7	66,8	70,6
Faillerende ondernemingen	53	69,4	53,8	85,1
Bouwnijverheid (p = 0,40)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 366	85,1	81,5	88,8
Faillerende ondernemingen	29	92,3	75,5	109,1
Groothandel (p = 0,77)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 907	68,3	66,6	70,1
Faillerende ondernemingen	40	65,7	45,7	85,8
Kleinhandel (p = 0,65)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 032	27,8	24,9	30,8
Faillerende ondernemingen	15	24,3	7,9	40,7
Betalingstermijn van de leveranciers				
Verwerkende nijverheid (p = 0,13)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 058	67,7	65,8	69,7
Faillerende ondernemingen	53	79,4	65,7	93,2
Bouwnijverheid (p = 0,78)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 366	93,5	89,6	97,5
Faillerende ondernemingen	29	89,6	68,8	110,5
Groothandel (p = 0,38)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 907	60,2	60,2	64,0
Faillerende ondernemingen	40	72,7	48,6	96,9
Kleinhandel (p = 0,92)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 032	54,3	51,0	57,7
Faillerende ondernemingen	15	55,8	16,5	95,1

Bron: NBB.

TABEL 8 SOLVABILITEIT, RENTABILITEIT EN FAILLISEMENTSRSICO
(boekjaar 2011)

	Aantal waarnemingen	Gemiddelde	Betrouwbaarheidsinterval van het gemiddelde (95 %)	
Graad van financiële onafhankelijkheid				
Verwerkende nijverheid (p = 0)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 058	40,8	39,7	41,8
Faillerende ondernemingen	53	14,7	6,3	23,2
Bouwnijverheid (p = 0)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 366	32,5	31,0	34,0
Faillerende ondernemingen	29	0,9	-10,1	11,9
Groothandel (p = 0)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 907	36,2	35,2	37,2
Faillerende ondernemingen	40	8,0	-2,5	18,5
Kleinhandel (p = 0,16)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 032	30,4	28,2	32,7
Faillerende ondernemingen	15	17,0	-5,1	39,2
Nettorentabiliteit van de activa				
Verwerkende nijverheid (p = 0)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 058	5,6	5,2	6,0
Faillerende ondernemingen	53	-3,2	-7,2	0,8
Bouwnijverheid (p = 0,03)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 366	6,5	5,9	7,1
Faillerende ondernemingen	29	-0,9	-7,7	5,8
Groothandel (p = 0)				
Niet-faillerende ondernemingen	3 907	7,7	7,3	8,0
Faillerende ondernemingen	40	-1,2	-5,5	3,2
Kleinhandel (p = 0,01)				
Niet-faillerende ondernemingen	1 032	5,7	4,9	6,5
Faillerende ondernemingen	15	-3,2	-12,5	6,0

Bron: NBB.

leveranciers van ondernemingen in moeilijkheden geneigd zijn deze ertoe te verplichten contant te betalen, wat dan de termijnen helpt inkorten.

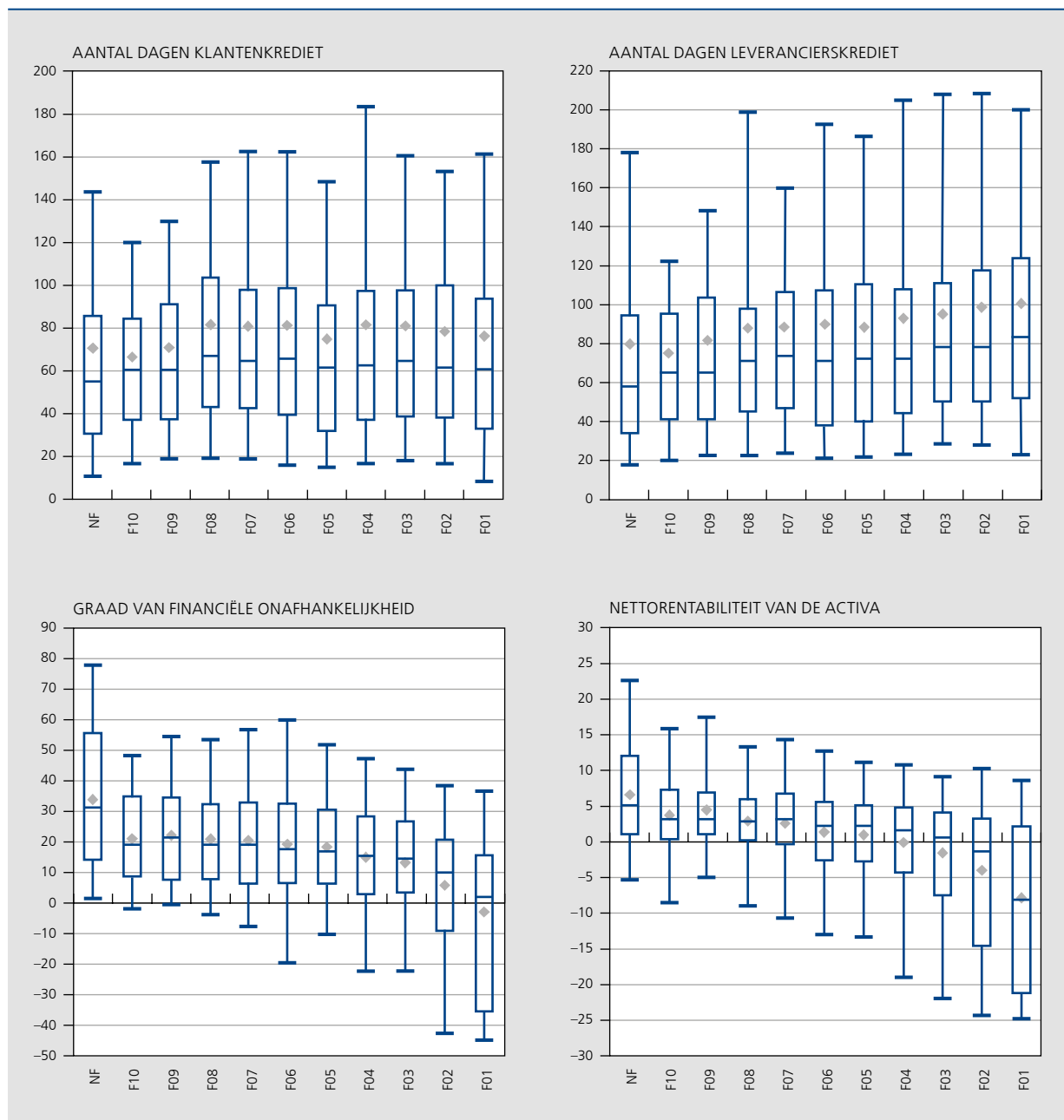
Tot slot kan worden gesteld dat de betalingstermijnen statistisch weinig significant zijn om ondernemingen in moeilijkheden op te sporen. Dit resultaat verklaart waarom ze al met al zeer weinig werden beïnvloed door de recente economische conjunctuur. Die variabelen komen overigens niet voor in de door de Bank ontwikkelde modellen voor de voorspelling van faillissementen. Er zij aan herinnerd dat die conclusie geldt voor de betalingstermijnen zoals die op basis van de jaarrekeningen kunnen worden berekend, wat de inachtneming van een aantal hypothesen en boekhoudkundige bedenkingen impliceert (zie paragraaf 4.1).

Ter vergelijking bevat tabel 8 dezelfde statistieken voor een solvabiliteitsratio (de financiële onafhankelijkheid) en een rentabiliteitsratio (de nettorentabiliteit van de activa), twee dimensies van de financiële analyse die traditioneel een doorslaggevende rol spelen in de wanbetalingsmodellen. Hieruit kan worden afgeleid dat, gemiddeld genomen, faillerende ondernemingen systematisch en significant minder solvabel en minder rendabel zijn dan niet-faillerende ondernemingen. Voorts geldt voor na-genoeg alle gevallen dat de betrouwbaarheidsintervallen elkaar niet overlappen. Deze resultaten zijn iets minder duidelijk in de kleinhandel, met name voor de financiële onafhankelijkheid, wat ten dele kan worden toegeschreven aan het zeer geringe aantal waarneembare faillissementen van ondernemingen in die bedrijfstak.

In grafiek 14, ten slotte, wordt de financiële dynamiek van de faillissementen geïllustreerd op basis van de vier zones toegelichte ratio's. Daartoe worden de jaarrekeningen geïdentificeerd volgens de nabijheid in de tijd van het faillissement, waarbij de faillissementstermijn wordt bepaald als het verschil tussen de faillissementsdatum en de afsluitingsdatum van het boekjaar. Elke jaarrekening krijgt een van de hierna volgende codes:

- F01 : indien de faillissementstermijn ≤ 365 dagen ;
- F02 : indien $365 \text{ dagen} < \text{faillissementstermijn} \leq 730$ dagen ;
- F03 : indien $730 \text{ dagen} < \text{faillissementstermijn} \leq 1.095$ dagen ;
- ...
- F10 : indien $3.285 \text{ dagen} < \text{faillissementstermijn} \leq 6.500$ dagen ;
- NF : indien de jaarrekening betrekking heeft op een niet-faillierende vennootschap (binnen 3.650 dagen na de afsluitingsdatum van het boekjaar)

GRAFIEK 14 VERDELING VAN DE FINANCIËLE RATIO'S EN NABIJHEID VAN HET FAILLISSEMENT
(boekjaren 2003 tot 2011, grote ondernemingen, zijnde 147 666 waarnemingen)



Bron: NBB.

(1) De box plots dienen als volgt te worden geïnterpreteerd. De ondergrens en de bovengrens van de doos stemmen respectievelijk overeen met het 1ste en het 3de kwartiel. De lijn in de doos stemt overeen met de mediaan. De uiterste punten van het onderste en het bovenste diagram stemmen respectievelijk overeen met het 1ste en het 9de deciel. Het grijze punt geeft het gemiddelde aan.

Aan de hand van die typologie kan het verloop worden bestudeerd van de statistische verdeling van de ratio's naarmate het faillissement nadert, zoals in grafiek 14 in de vorm van box plots wordt geïllustreerd. Daaruit blijkt dat van de groep NF tot de groep F01 de verdeling van de betalingstermijn van de klanten niet significant opwaarts of neerwaarts verschuift. De verdeling van de betalingstermijn van de leveranciers verschuift over het geheel genomen opwaarts, waarbij alle parameters van de verdeling geleidelijk toenemen met een twintigtal dagen, behalve het 10de percentiel, dat zeer stabiel blijft. Net als bij de betalingstermijn van de klanten is de spreiding echter zeer uitgesproken en overlappen de verdelingen elkaar in ruime mate: in de niet-faillerende groep ligt de betalingstermijn voor 90% van de ondernemingen tussen 17 dagen (10de percentiel) en 178 dagen (90ste percentiel); in de groep van de op één jaar faillerende ondernemingen bedraagt het 10de percentiel 23 dagen en het 90ste percentiel 200 dagen.

De dynamiek is daarentegen veel duidelijker voor de rentabiliteit en de financiële onafhankelijkheid: wanneer het faillissement nadert, verslechteren de twee ratio's, en dit beïnvloedt de gehele verdeling. Die verslechtering komt met name tot uiting tijdens de laatste jaren vóór het faillissement. Voorts kan worden opgemerkt dat de spreiding van de solvabiliteit en de rentabiliteit toeneemt naarmate het faillissement nadert, wat nogmaals wijst op de uiteenlopende situaties in faillerende ondernemingen.

Uit de bovenstaande vaststellingen blijkt dat eenzelfde waarde van een financiële ratio kan overeenstemmen met een groot aantal reële economische situaties voor een onderneming, op het gebied van ontwikkelingsvooruitzichten, concurrentie, kwaliteit van de bestuurders of de bereidheid van de aandeelhouders om financiële steun te verlenen. Ze geven tevens te kennen dat de strikt financiële analyse op basis van de jaarrekeningen altijd moet worden aangevuld met een kwalitatieve analyse die het mogelijk maakt de gehele situatie van een onderneming in aanmerking te nemen.

Conclusie

Over heel 2014 is de totale door de niet-financiële vennootschappen gecreëerde toegevoegde waarde met 0,5% gestegen tegen lopende prijzen. Op 2009 na is dit de traagste groei in meer dan vijftien jaar, die voortvloeit uit een stagnatie van zowel de aankopen als de verkopen. De stijging van de toegevoegde waarde volgt in feite al vier jaar een duidelijk neerwaartse tendens.

De personeelskosten van hun kant daalden in 2014 met 0,6%, nadat ze de voorgaande jaren sneller waren gegroeid dan de toegevoegde waarde. Deze vermindering

van de loonsom is grotendeels toe te schrijven aan de uitgesproken afname van de inflatie (die via het indexeringsmechanisme grotendeels doorwerkte in de loonkosten), de door de regering opgelegde bevrozing van de reële loonsverhogingen en de daling van het aantal werknemers (-1% in voltijdse equivalenten in 2014). Terzelfder tijd vertraagde de groei van de afschrijvingen voor het derde opeenvolgende jaar, wat bevestigt dat de ondernemingen al verscheidene jaren voorzichtigheid aan de dag leggen bij hun investeringen.

Grotendeels ten gevolge van de ontwikkelingen van de personeelskosten en de afschrijvingen namen de totale bedrijfskosten in 2014 met 0,3% af, dat is de eerste daling in meer dan twintig jaar. In combinatie met de lichte stijging van de toegevoegde waarde leidde dat in 2014 tot een lichte verbetering (+3,9%) van het bedrijfsresultaat, tot € 32 miljard. Het bedrijfsresultaat bleef de laatste vier jaar al met al zeer stabiel, op een peil dat altijd lager was dan de piek vóór de recessie van 2008-2009 (€ 36 miljard).

In tegenstelling tot de langetermijntendens waren de resultaten van de verwerkende bedrijfstakken in 2014 dynamischer dan die van de niet-verwerkende bedrijfstakken, wat voornamelijk is toe te schrijven aan een daling van de kosten: de industrie trok profijt van de vermindering van de loonkosten en van de daling van de grondstoffenprijzen, met name de aardolieprijs. De branches waarvoor de daling van de kosten de grootste gevolgen had, waren de ijzer- en staalnijverheid, de basischemie en de metaalverwerkende nijverheid. De verwerkende nijverheid als zodanig boekte slechts een zeer lichte vooruitgang, zoals blijkt uit het verloop van de verkoop (+0,6% in 2014) en van de indexcijfers van de industriële productie.

De beschouwde rentabiliteitsratio's vertonen voor het totaal van alle ondernemingen, ongeacht de bedrijfsgrootte, een beperkte toename volgens de raming voor het jaar 2014. De grote ondernemingen, sterk beïnvloed door de neerwaartse conjunctuur, bereikten in termen van rentabiliteit in 2013 hun laagste niveau uit de afgelopen tien of soms zelfs vijftien jaar. Het voorzichtige herstel bij de grote bedrijven in 2014, was te danken aan een verbetering in de verwerkende nijverheid. De rentabiliteit van de kmo's hield tijdens de laatste jaren beter stand, aangezien zij minder conjunctuurgevoelig zijn en bovendien minder gericht zijn op industriële activiteiten en internationale handel. Ondanks het lagere niveau van de nettorentabiliteit van grote ondernemingen tijdens de laatste jaren, geven aandelen nog steeds een hoger rendement dan Belgische staatsleningen.

Sinds 2011 is de financiële onafhankelijkheid in geglobaliseerde termen voor grote ondernemingen vrij constant

gebleven als gevolg van de extra beperkingen die de overheid nam om het gebruik van de notionele interestaftrek minder aantrekkelijk te maken. Bovendien is er de laatste twee jaren een daling in de zelffinancieringsgraad van grote ondernemingen waar te nemen, wat niets verontwaardigend inhoudt, temeer omdat het niveau van het eigen vermogen niet mee daalt. De lagere zelffinancieringsgraad in 2013-2014r is voornamelijk het gevolg van een boekhoudkundige operatie waarbij reserves werden verminderd ten belope van het bedrag waarmee het kapitaal werd verhoogd en dit door de toepassing van de overgangmaatregel in de context van de hogere roerende voorheffing op de liquidatiebonus vanaf 1 oktober 2014.

Terwijl de financieringskosten van bankkredieten in de laatste jaren een historisch laag niveau bereiken, blijken de niet-monetaire voorwaarden om een nieuw bankkrediet te verkrijgen voor kmo's meer rigide te zijn dan voor grote ondernemingen. Dit is een belangrijk aandachtspunt, temeer omdat deze ondernemingen in België sterk vertegenwoordigd zijn en bankkrediet voor hen vaak de enige bron van schuldfinanciering is. Grote ondernemingen kunnen makkelijker bankkredieten inruilen voor andere vormen van externe financiering via het uitgeven van bedrijfsobligaties en het aangaan van intragroepsleningen.

Ongeacht de bedrijfsgrootte en de bedrijfsactiviteit vertoont de geglobaliseerde *times interest earned ratio* een score hoger dan 1 over de beschouwde periode 2000-2014r, wat erop wijst dat ondernemingen in staat zijn hun vaste interestkosten af te betalen met de middelen afkomstig uit hun bedrijfswinsten en financiële inkomsten. Terwijl de vastgoedsector wordt gekenmerkt door een continu lage dekkingsratio als gevolg van haar hoge financiële schuldgraad, vertonen de farmaceutische en metaalverwerkende nijverheid een constant hoge ratio, aangezien deze branches hun activiteiten financieren met weinig financiële schulden. De laatste twee jaren is een zeer voorzichtig herstel merkbaar van zowel de economische groei als de bedrijfsresultaten. Samen met een verdere daling van de kosten van bankkredieten en obligatieleningen, verklaart dat de toename van de

geglobaliseerde dekkingsratio in 2014r voor zowel grote ondernemingen als kmo's.

Het Inhouse Credit Assessment System (ICAS) kan voor Belgische niet-financiële vennootschappen het risico op wanbetaling binnen het eerstvolgende jaar beoordelen. De bevindingen hieromtrent bevestigen *grosso modo* de resultaten op basis van de ratio-analyse uit de vorige paragrafen. De risico-indicator geeft aan dat de kans op wanbetaling, binnen een tijdspanne van een jaar, voor de kmo's met een groter kredietrisico in het tweede kwartaal van 2015 blijkt af te nemen in het merendeel van de bedrijfstakken. Of deze tendens zich kan voortzetten, zal door meer recente data moeten worden bevestigd.

Ten slotte bevat het laatste deel van dit artikel een toelichting bij de ontwikkelingen voor de betalingstermijnen van de klanten en leveranciers, zoals die aan de hand van de jaarrekeningen kunnen worden berekend. Op enkele uitzonderingen na, blijkt dat de betalingstermijnen nagenoeg niet schommelen ingevolge de economische conjunctuur, wat in tegenspraak lijkt te zijn met de recente forse stijging van de faillissementen, aangezien betalingsachterstanden algemeen worden beschouwd als een oorzaak van faillissementen. Teneinde na te gaan of die variabelen een echt symptoom van financiële kwetsbaarheid zijn, werd een statistische vergelijking gemaakt tussen faillierende en niet-faillierende vennootschappen. Deze brengt onder meer niet-significante verschillen in de gemiddelden aan het licht tussen de twee categorieën van ondernemingen, alsook een zeer sterke spreiding van de waarden voor de faillierende ondernemingen, wat wijst op de grote verscheidenheid aan situaties en verklarende factoren. Hoewel het voor de betaling van de leveranciers, bijvoorbeeld, a priori het meest waarschijnlijk is dat ondernemingen in moeilijkheden hun leveranciers te laat betalen, kan dit ook het geval zijn voor solide ondernemingen die dankzij hun onderhandelingspositie of hun reputatie in staat zijn een verlenging van de termijnen te verkrijgen. Daartegenover kunnen de leveranciers van risico-ondernemingen geneigd zijn deze ertoe te verplichten contant te betalen, wat dan de termijnen helpt inkorten.

Bijlage 1

SECTORALE GROEPERINGEN

	Afdelingen NACE-BEL 2008
Verwerkende nijverheid	10-33
waarvan :	
Landbouw- en voedingsnijverheid	10-12
Textiel, kleding en schoeisel	13-15
Hout, papier en drukkerijen	16-18
Chemische nijverheid	20
Farmaceutische nijverheid	21
IJzer- en staalnijverheid	24-25
Metaalverwerkende nijverheid	26-30
Niet-verwerkende bedrijfstakken	01-09, 35-82, 85.5 en 9⁽¹⁾
waarvan :	
Handel in auto's	45
Groothandel ⁽²⁾	46
Kleinhandel ⁽²⁾	47
Vervoer en opslag	49-53
Accommodatie en maaltijden	55-56
Informatie en communicatie	58-63
Exploitatie van en handel in onroerend goed	68
Diensten aan ondernemingen ⁽³⁾	69-82
Energie, water en afval	35-39
Bouwnijverheid	41-43

(1) Ongerekend 64, 65, 70100, 75, 94, 98 en 99.

(2) Met uitzondering van de handel in auto's en motorfietsen.

(3) Met uitzondering van de activiteiten van hoofdkantoren (70100).

Bijlage 2

DEFINITIE VAN DE RATIO'S

	Rubrieken toegewezen	
	in het volledig schema	in het verkort schema
1. Investeringsgraad materiële vaste activa		
Teller (T)	8169 + 8229 – 8299	8169 + 8229 – 8299
Noemer (N)	8199P + 8259P – 8329P	8199P + 8259P – 8329P
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
8169 + 8229 – 8299 > 0 ⁽¹⁾		
2. Nettoverkoopmarge		
Teller (T)	9901 + 9125	9901 + 9125
Noemer (N)	70 + 74 – 740	70
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio:		
Verkorte schema's: 70 > 0		
3. Nettorentabiliteit van de totale activa vóór belastingen en schuldenlasten, ongerekend het uitzonderlijk resultaat		
Teller (T)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134 – 76 + 66	9904 + 65 – 9126 + 67/77 – 76 + 66
Noemer (N)	20/58	20/58
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
4. Nettorentabiliteit van het eigen vermogen, vóór belastingen, ongerekend het uitzonderlijk resultaat		
Teller (T)	9904 – 76 + 66 + 9134	9904 – 76 + 66 + 9134
Noemer (N)	10/15	10/15
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
10/15 > 0 ⁽¹⁾		
5. Nettorentabiliteit van het eigen vermogen, na belastingen, ongerekend het uitzonderlijk resultaat		
Teller (T)	9904 – 76 + 66	9904 – 76 + 66
Noemer (N)	10/15	10/15
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
10/15 > 0 ⁽¹⁾		

(1) Voorwaarde geldig voor het berekenen van de mediaan, maar niet voor de geglobaliseerde gegevens.

DEFINITIE VAN DE RATIO'S (vervolg)

	Rubrieken toegewezen	
	in het volledig schema	in het verkort schema
6. Graad van financiële onafhankelijkheid		
Teller (T)	10/15	10/15
Noemer (N)	10/49	10/49
Ratio = $T/N \times 100$		
7. Graad van zelffinanciering		
Teller (T)	13 + 14	13 + 14
Noemer (N)	10/49	10/49
Ratio = $T/N \times 100$		
8. Gemiddelde rentelasten van de financiële schulden		
Teller (T)	650	
Noemer (N)	170/4 + 42 + 43	
Ratio = $T/N \times 100$		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
9. Times Interest Earned Ratio		
Teller (T)	9901 + 75	9901 + 75
Noemer (N)	650	65
Ratio = T/N		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Volledige schema's: $650 > 0$		
Verkorte schema's: $65 > 0$		
10. Aantal dagen klantenkrediet		
Teller (T)	40 + 9150	
Noemer (N)	70 + 74 - 740 + 9146	
Ratio = $T/N \times 365$		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
$(40 + 9150) > 0$		
11. Aantal dagen leverancierskrediet		
Teller (T)	44	
Noemer (N)	600/8 + 61 + 9145	
Ratio = $T/N \times 365$		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
$44 > 0$		

Summaries of articles

Economic projections for Belgium – Autumn 2015

The article presents the new macroeconomic projections for Belgium for the period from 2015 to 2017, produced by the Bank as part of the Eurosystem's projection exercises.

Following the decline in foreign demand in the first part of the year, the recovery in the euro area has lost some momentum recently but the slowdown has remained contained as growth is still bolstered by the steep fall in oil prices, the depreciation of the euro and low interest rates, in a context of fiscal policies becoming less restrictive. According to the Eurosystem projections, real GDP in the euro area is set to expand by 1.7% in 2016 and by 1.9% in 2017. As for Belgium, the economic recovery continued at a modest pace in the first half of 2015 before running out of steam somewhat from the summer, against a backdrop of deteriorating business and household confidence.

According to our projections, after reaching 1.4% in 2015, GDP growth in Belgium is likely to fall to 1.3% in 2016 before reviving to 1.6% in 2017. Growth in economic activity and the reduction in labour costs are expected to support net job creation which are set to reach a cumulative figure of 114 000 units over the period from 2015 to 2017, with the unemployment rate dropping to 8.1% in 2017. Inflation has been heavily influenced by the fall in energy prices in 2015 and should amount to only 0.6% this year. Inflation is expected to rise next year (to 1.9%), owing to the rise in commodity prices, but primarily on account of the increase in indirect taxes. Under the impact of measures taken to boost competitiveness via wage moderation, unit labour costs growth in the private sector should remain very weak at least until 2016. Only taking account of the fiscal measures subject to the guidelines for the Eurosystem projections exercises, the public deficit is expected to fall only modestly over the projection horizon, from 3.1% of GDP in 2014 to 2.5% in 2017. Government debt is projected to stabilise at around 107% of GDP.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

The sensitivity to the crisis of SME financing in Belgium

This article uses various qualitative and quantitative data sources to investigate how bank loans granted to Belgian SMEs were affected in the wake of the recent economic and financial crisis. Credit demand from SMEs declined, albeit to a lesser extent than demand from larger firms, which made more use of alternative instruments owing to their easier access to financial markets. On the supply side, survey data indicate that banks perceive SMEs as presenting a higher risk, so that they

apply tighter credit conditions to this type of firms. Firm-level data suggest that the increase in credit risk was mostly concentrated within a relatively small fraction of Belgian SMEs whose financial health deteriorated somewhat faster after the onset of the crisis. These divergent risk profiles seem to have been taken into account by Belgian banks in their credit policy. This is confirmed by an econometric analysis that links the financial situation of the SMEs to their access to bank credit. It shows that Belgian banks do indeed take account of the SMEs' financial situation but did not become more risk-averse after the onset of the crisis as far as existing lender-borrower relationships are concerned. However, they tended to favour lower risk profiles when granting loans to SMEs which were not part of their existing corporate clientele.

JEL codes: G21, G32

Key words: SME financing, bank lending, financial risk

Macroeconomic determinants of non-performing loans

The article analyses the credit risk in Belgium on the basis of bank asset quality indicators (i.e. non-performing loans, NPLs) and Central Credit Register data (i.e. payment arrears). These indicators show a relatively high asset quality in Belgium notwithstanding the further increase of the debt ratio of the non-financial private sector over the last years. Moreover, the distribution of households' assets and debt reveals some 'pockets of risk' as a significant proportion of households spend a large part of their income on debt payments and that part of outstanding debt is not well covered by financial assets. Against this background, the article aims to explain the variation in (mortgage) credit risk by means of both macroeconomic and structural determinants such as the business cycle and loan or bank characteristics. The findings show a clear link between macroprudential instruments – such as the debt-service-to-income (DSTI) ratio – and the probability of default (PD). Econometric results confirm that both structural and macroeconomic variables explain the variation in default rates on mortgage loans. Finally, there seems to be a feedback effect of NPLs on macroeconomic conditions in countries where the NPL ratio is high. While a deleveraging process and a reduction in the non-financial private sector's interest charges could help to reduce the NPL stock, additional structural reforms in those countries might be needed.

JEL codes: D31, C25, G20, G21, G32

Key words: non-performing loans, credit risk, debt distribution, macroprudential policy

Has the reorganisation of global production radically changed demand for labour?

The organisation of global production has undergone profound changes. Technological progress has spread widely through all sectors of the economy and has also helped to open up the production chains. The emerging – essentially Asian – countries have taken advantage of this trend towards globalisation and have gradually become the biggest manufacturers in the world. It is mainly capital and, to a lesser extent, highly educated workers, that have gained from the growth of their industrial segment.

In Europe, there is also an evident impact on activity and employment. The composition of demand for labour has changed greatly over the past fifteen years. Medium-skilled occupations have come under pressure. These jobs have a foreseeable, repetitive content threatened by technological progress, or they belong to industrial segments which have been relocated in emerging countries. On the other hand, the reorganisation of global production has had less impact on highly skilled and low skilled jobs. The former are often ancillary to information and communication technologies,

while the latter generally entail repeated interaction between the service provider and the recipient. These developments therefore point to a polarisation of demand for labour.

The article describes this dual tendency towards the reorganisation of global production and the polarisation of demand for labour, and examines the link between them in the recent period, by using new measures of the fragmentation of production.

JEL codes: E23, E24, J2, O33.

Key words: polarization, labour demand, globalisation, technological progress

Communication on monetary policy in the wake of the great recession

Central banks' transparency and openness have been given fresh impetus in the wake of the great recession. In that context, this article seeks to summarise the latest initiatives concerning communication by the Federal Reserve, the Bank of Japan, the Bank of England, and more particularly the Eurosystem. It also focuses on an aspect of central bank communication which is sometimes hidden but is no less important, namely its accessibility.

The article finds that the economic and financial crisis which erupted in 2008 prompted not only wider use of the existing tools but also the development of new means of communication. In addition, the crisis triggered a veritable revolution in the use of communication as a monetary policy instrument. Finally, it undeniably led to closer convergence in the way central banks conduct monetary policy and hence in their communication on the subject.

Except in the case of the Federal Reserve, it seems that the readability of monetary policy committee statements has not been impaired by the complexity of the economic environment and monetary policy decisions over the recent period. Communication by both the Bank of Japan and the Eurosystem would even appear to have become a little clearer in recent years. Monetary policy statements are nevertheless still far from being accessible to everyone, and there appears to be considerable scope for improving their readability.

JEL codes: E520, E580, N10

Key words: monetary policy, communication, effectiveness, accountability, central banks

Main CompNet research results

The Competitiveness Research Network (CompNet) was set up back in 2012 by the European System of Central Banks. Its initial objectives were to identify the determinants of European countries' and firms' competitive positions as well as their productivity and to set out the relationship between these different competitiveness factors and macroeconomic performance (exports or growth, for instance). It brought together more than a hundred research workers from fifty or so institutions (including central banks, the European Commission, international organisations, universities), leading to an in-depth study of the theme of competitiveness, as well as an analysis and better understanding of the development of global production chains. Particular effort has been devoted to establishing new competitiveness indicators. The objective of this article is to present the main findings of their work.

JEL codes: D22, E23, F14

Key words: survey, euro area, competitiveness

Results of the third wave of the survey on wage-setting in Belgium

The article presents the main results for Belgium of the 2014 survey on firms' wage- and price-setting practices in the period 2010-2013, within the framework of the Wage Dynamics Network (WDN), an ESCB research project network. The results are generally in line with known characteristics of the labour market in Belgium and provide interesting insight into firms' perception of that market and on their reactions during the crisis. Firms indicated that customers' ability to pay and the level of demand had the strongest negative effect on their activity in the 2010-2013 period. Although credit constraint was not mentioned as a preponderant source of negative effects, it is still a significant factor, especially for some smaller firms. Even though the survey reveals relatively wide autonomy in price-setting, it is in practice limited by the strong effect of competition. Firms therefore have to use various adjustment channels. The survey confirms that the use of temporary lay-offs was also an important tool that explained the relative resilience of employment in Belgium. Moreover, firms highlight high taxes and high wages as major obstacles to hiring, together with uncertainties about economic conditions. A large proportion of firms – though not the majority – seem to share the perception that the labour market has become less flexible, which is intriguing as it cannot be directly related to labour market reform or institutional changes. In contrast to most other European countries, a specific feature of wage formation in Belgium is that, notwithstanding the wage moderation policy, there have been almost no wage cuts, and this is confirmed by the survey.

JEL codes: D21, E31, J31

Key words: survey, wages, prices, employment

Financial structure and results of firms in 2014

The article looks at the financial situation of non-financial corporations in Belgium over the period from 1 January to 31 December 2014. After briefly describing the methodology and the population studied, it presents an extrapolation of the main operating result items for 2014, with a sectoral and size breakdown. The article assesses then the financial situation of companies as regards profitability, solvency and investment. This year, a separate section presents an analysis of days sales outstanding and days payable outstanding.

JEL codes: G30, G33, L60, L80

Key words: firms' results, financial structure, financial leverage, credit risk, sectoral analysis, treasury

Abstracts from the Working Papers series

288. The Belgian production network 2002-2012, by E. Dhyne, G. Magerman ; S. Rubínová, October 2015

The paper presents the Belgian inter-firm network for the years 2002 to 2012. Combining raw data from VAT listings, VAT declarations and annual accounts information, the authors build a unique and consistent database containing values of transactions between enterprises in the Belgian economy. The dataset spans Primary Industries, Manufacturing, Utilities, Market Services and Non-Market Services. This dataset, unparalleled in coverage at the firm-to-firm level and its panel dimension, allows to analyze a broad spectrum of research questions in industrial organization, international trade, network theory etc. As a simple example of the potential of this dataset, the authors evaluate the position of enterprises in the Belgian network, their distance to final demand and their relationship with exports and imports. The degree of upstreamness, defined as a weighted distance to final demand, of the average enterprise is 1.6, ranging between 1 and 9.5. While only 5 % of enterprises export, 82 % of the enterprises in the Belgian network are producing goods and services that are either directly or indirectly exported after transformation or use. On the import side, only 9 % of enterprises are importers but 99 % of firms are either importers or have importers in their supply chain and therefore consume imported inputs indirectly. However, the authors find large inter- and intra-sectoral as well

289. Portfolio choice and investor preferences: A semi-parametric approach based on risk horizon, by B. Hubner, T. Lejeune, October 2015

The paper proposes an innovative framework for characterizing investors' behavior in portfolio selection. The approach is based on the realistic perspective of unknown investors' utility and incomplete information on returns distribution. Using a four-moment generalization of the Chebyshev inequality, an intuitive risk measure, risk horizon, is introduced with reference to the speed of convergence of a portfolio's mean return to its expectation. Empirical implementation provides evidence on the consistency of the approach with standard portfolio criteria such as, among others, the Sharpe ratio, a shortfall probability decay-rate optimization and a general class of flexible three-parameter utility functions.

Conventionele tekens

%	procent
bv.	bijvoorbeeld
cf.	confer
enz.	enzovoort
i.e.	id est
m.b.t.	met betrekking tot
n.	niet beschikbaar
p.m.	pro memorie
r	raming van de Bank
t.o.v.	ten opzichte van

Lijst van afkortingen

Landen

BE	België
DE	Duitsland
EE	Estland
EL	Griekenland
IE	Ierland
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
BG	Bulgarije
CZ	Tsjechië
DK	Denemarken
HR	Kroatië
HU	Hongarije
PL	Polen
RO	Roemenië
SE	Zweden
UK	Verenigd Koninkrijk
EU	Europese Unie

EU15	Europese Unie van 15 landen, vóór de uitbreiding in 2004
CN	China
US	Verenigde Staten
VS	Verenigde Staten

Andere

ADS	Algemene Directie Statistiek
AQR	Asset Quality Review – Activakwaliteitsbeoordeling
ALMP	Active labour market policies – Actief arbeidsmarktbeleid
BBP	Bruto binnenlands product
BE GAAP	Belgian Generally Accepted Accounting Principles
BLS	Bank Lending Survey – Enquête naar de bancaire kredietverlening
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CA	Comprehensive assessment – Alomvattende beoordeling
CBN	Commissie voor Boekhoudkundige Normen
CKP	Centrale voor kredieten aan particulieren
CME	Comprehensive monetary easing
CPB	Centraal Planbureau (Nederland)
CPI	Consumptieprijsindex
DSTI	Debt-service-to-income
EAD	Exposure at default
EAK	Enquête naar de arbeidskrachten
EBA	Europese Bankautoriteit
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EL	Expected loss
EMU	Economische en Monetaire Unie
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
EU KLEMS	European database on Capital, Labour, Energy, Material and Services
FOD	Federale overheidsdienst
FOD Economie	Federale overheidsdienst Economie, KMO, Middenstand en Energie
FOMC	Federal Open Market Committee
FPB	Federaal Planbureau
HFCS	Household Finance and Consumption Survey
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
HR	Human resources
ICAS	In house Credit Assessment System
ICIO	Inter-Country Input-Output
ICT	Informatie- en communicatietechnologie
ILO	International Labour Office
IFRS	International Financial Reporting Standards
IGDFI	Indirect gemeten diensten van financiële intermediairs
IMF	Internationaal Monetair Fonds

INR	Instituut voor de Nationale Rekeningen
IPA	Centraal akkoord (in België Interprofessioneel akkoord)
IRB	Internal Ratings-Based – Interneratingbenadering
ISCED	International Standard Classification of Education
ISCO	International Standard Classification of Occupations
ITU	International Telecommunication Union
IZW	Instelling zonder winstoogmerk
KMO	Kleine of middelgrote onderneming
LATD	Liquid-assets-to-debt
LGD	Loss given default
LTV	Loan-to-value
MIR	Monetary financial institutions interest rates
NACE	Nomenclatuur van de Economische Activiteiten van de Europese Gemeenschap
NACE-Bel	Activiteitennomenclatuur in de Europese Gemeenschap, Belgische versie
NBB	Nationale Bank van België
NCPI	Nationale consumptieprijsindex
NFO	Niet-financiële onderneming
NPE	Non-performing exposures
NPL	Non-performing loans
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
O&O	Onderzoek en ontwikkeling
OLO	Lineaire obligatie
OMT	Outright monetaire transacties
PCE	Personal consumption expenditure
PD	Probability of default
PHL	Prêts hypothécaires – Hypothecaire leningen
PRODCOM	PRODucts of the European COMMunity
QE	Quantitative easing
QQE	Quantitative and qualitative easing
R&D	Research and Development – Onderzoek en ontwikkeling
RSZ	Rijksdienst voor Sociale Zekerheid
RBTC	Routine-biased technological change
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
SAFE	Survey on the access to finance of enterprises
S&P	Standard & Poor's
TFP	Totale factorproductiviteit
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations
UNESCO	United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
VAR	Vector autoregressive

WDN	Wage Dynamics Network
WHO	Wereldhandelsorganisatie
WIOD	World Input-Output Database
WTO	World Trade Organisation

Nationale Bank van België
Naamloze vennootschap
RPR Brussel – Ondernemingsnummer: 0203.201.340
Maatschappelijke zetel: de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel
www.nbb.be



Verantwoordelijke 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

© Illustraties: Nationale Bank van België
Omslag en opmaak: NBB AG – Prepress & Image
Gepubliceerd in december 2015

