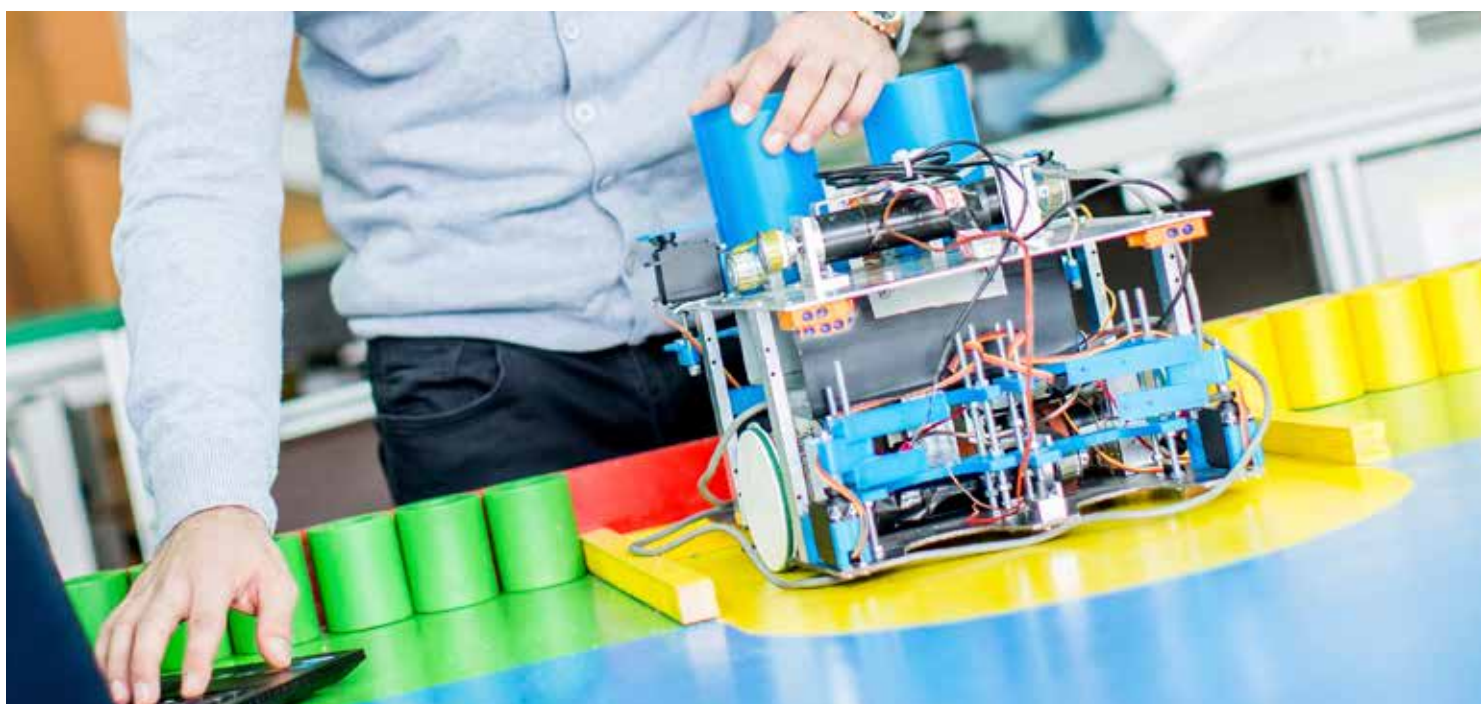


Economisch Tijdschrift

September 2016



© 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

MONETAIR EN BEGROTINGSBELEID IN HET EUROGEBIED: ONAFHANKELIJK MAAR TOCH VERBONDEN	7
DE VERMOGENSVERDELING IN BELGIË: EERSTE RESULTATEN VAN DE TWEEDE GOLF VAN DE HOUSEHOLD FINANCE AND CONSUMPTION SURVEY (HFCS)	27
DE BUITENLANDSE DIRECTE INVESTERINGEN IN EN VAN BELGIË	45
HOE KAN HET ONDERNEMERSCHAP IN BELGIË WORDEN GESTIMULEERD?	65
WAAROM BLIJFT DE OPLEVING VAN DE INVESTERINGEN IN HET EUROGEBIED ZWAK?	85
MOETEN DE OVERHEIDSINVESTERINGEN WORDEN GESTIMULEERD?	105
SUMMARIES OF ARTICLES	123
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	127
CONVENTIONELE TEKENS	129
LIJST VAN AFKORTINGEN	131

Monetair en begrotingsbeleid in het eurogebied: onafhankelijk maar toch verbonden

J. Boeckx
M. Deroose^(*)

Inleiding

De vóór de crisis bestaande consensus betreffende de macro-economische beleidsvoering kent het monetair beleid een dominante, zo niet exclusieve, rol toe in het vrijwaren van de prijsstabiliteit. Daardoor draagt het ook in belangrijke mate bij tot de macro-economische stabiliteit in bredere zin, bijvoorbeeld door het uitvlakken van conjunctuurschommelingen. Volgens die visie en ook in het huidige Europese beleidskader is er voor het begrotingsbeleid geen actieve rol weggelegd bij het stabiliseren van de inflatie: dat beleid mag vooral geen stoorzender zijn. Dat kan het best worden gerealiseerd door te zorgen voor duurzame en gezonde overheidsfinanciën die de prijs- en macro-economische stabiliteit niet in het gedrang brengen⁽¹⁾. Omgekeerd voorziet de consensus van vóór de crisis evenmin een rol voor het monetair beleid in het vrijwaren van houdbare overheidsfinanciën. Zo lijken de beide beleidsdomeinen met elk hun specifieke taakverdeling – die tevens wordt belichaamd in een onafhankelijke centrale bank en duidelijke begrotingsregels – los van elkaar te staan.

De crisis heeft echter aangetoond dat er tussen het monetair en budgettair beleid tal van linken bestaan. Zo kan de Europese Centrale Bank (ECB) via de outright monetaire transacties (OMT's) onder financiële druk

staande overheidspapier (voorwaardelijk) ondersteunen. Daarnaast tempert de lagerentekomgeving – een weerspiegeling van de trage nominale economische groei – de rentelasten die overheden moeten betalen op hun fors toegenomen schuld, terwijl de ondermaatse inflatie en de cyclische krimp de schuldgraad opdrijven. De invoering van de programma's voor de aankoop van activa – waarbij centrale banken hoofdzakelijk overheidspapier kopen – heeft de volledige rendementscurve nog verder gedrukt, het korte eind zelfs tot in negatief terrein. Die effectenaankopen (geregistreerd op de actiefzijde van de centralebankbalans) vertalen zich in een evenredige stijging van de liquiditeiten die commerciële banken aanhouden bij de centrale bank (geregistreerd op de passiefzijde). Aangezien de centrale banken op die reserves doorgaans een rente betalen en de rendementscurve sterk afgevlakt is, werden de centralebankreserves en het (korte-termijn) overheidspapier in hoge mate substituten van elkaar. De crisis stelde ook de conventionele taakverdeling tussen het monetair en het begrotingsbeleid ter discussie, vermits het monetair beleid bij de ondersteuning van het economisch herstel op grenzen is gestuit (zoals de ondergrens op de nominale rente). De vraag rijst derhalve of ook het begrotingsbeleid de economie een stimulans dient te geven.

Het onderzoek en het debat over de wisselwerking tussen het monetair en het begrotingsbeleid hebben dus een nieuwe impuls gekregen. Dit artikel bevat enkele nieuwe inzichten die de crisis gebracht heeft. Zonder exhaustief te willen zijn, wordt vooral gewezen op het belang van een gezamenlijke analyse van het monetair en het begrotingsbeleid.

(*) De auteurs danken de NBB-collega's voor hun kritische opmerkingen bij dit artikel, met name: Luc Aucremanne, Mélissa Kasongo Kashama, Luc Van Meensel, Arnoud Stevens, Stefan Van Parys, Joris Wauters en Raf Wouters.

(1) Het begrotingsbeleid heeft uiteraard vele doelstellingen, maar in dit artikel ligt de klemtoon op twee belangrijke macrotaken: de stabilisatie van de economische cyclus en het vrijwaren van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën.

Hoofdstuk 1 biedt een overzicht van het denken over het monetair en het begrotingsbeleid. Daarbij wordt de conventionele visie, waarbij wordt uitgegaan van een strikte scheiding en een duidelijke taakverdeling tussen de beide beleidsdomeinen, vergeleken met een alternatieve visie waarbij de wisselwerking tussen de beide beleidsdomeinen vooropstaat. Volgens deze laatste benadering is het samenspel tussen het monetair en het begrotingsbeleid – waarbij niet alleen het monetair beleid, maar ook het begrotingsbeleid een actieve rol zou kunnen vervullen – bepalend voor de macro-economische uitkomsten. In hoofdstuk 2 wordt, aan de hand van denkkaders, de praktijk toegelicht. Daarbij wordt gefocust op enkele recente crisisgebeurtenissen in het eurogebied die wijzen op eventuele hiaten in de conventionele visie. Hoofdstuk 3 concludeert.

1. Verschillende visies afhankelijk van het monetair denkkader

1.1 De conventionele visie: een strikte taakverdeling

In de jaren zestig en zeventig werden zowel het monetair als het begrotingsbeleid een belangrijke rol toegedicht in het realiseren van macro-economische stabiliteit. De beide beleidsdomeinen werden op natuurlijke wijze gecoördineerd ten behoeve van zowel het intern als het extern evenwicht. Vanaf de jaren tachtig groeide echter de visie dat het stabiliserend vermogen van het monetair beleid groter was dan dat van het begrotingsbeleid. Zo ontstond een consensus die voorzag in een strikte taakverdeling: de centrale bank is verantwoordelijk voor de macro-economische stabiliteit (via het behoud van prijsstabiliteit, doorgaans door het stabiliseren van de output op zijn potentieel niveau) en de budgettaire autoriteit kan daar het best toe bijdragen door te zorgen voor gezonde en duurzame overheidsfinanciën.

Een dominante stabiliserende rol voor het monetair beleid⁽¹⁾

De dominante stabiliserende rol van het monetair beleid wordt door tal van redenen verklaard. Zo bleek de taakverdeling in de praktijk te werken. Na de ontsporing van de inflatie in de jaren zeventig, wierp de nieuwe focus van centrale banken op een lage en stabiele inflatie vruchten af aangezien de macro-economische volatiliteit vanaf medio jaren tachtig onmiskenbaar afnam (zie grafiek 1). Studies hebben echter aangetoond dat, naast een efficiënter monetair beleid, ook de overwegend gunstige macro-economische schokken en structurele hervormingen in de economie (bijvoorbeeld soepeler arbeids- en

productmarkten) bijgedragen hebben aan een stabielere macro-economische omgeving⁽²⁾. Op theoretisch vlak hebben macro-economische modellen uitgewezen dat het monetair beleid de economische bedrijvigheid het best zou kunnen bevorderen door het waarborgen van een lage en stabiele inflatie⁽³⁾. Aangezien het monetair beleid, door het zetten van de beleidsrente, niet alleen de inflatie maar ook de output gap kan stabiliseren, is er voor dit laatste minder behoefte aan een actief begrotingsbeleid.

Daarenboven werd de stabiliserende rol van een discretionair begrotingsbeleid ter discussie gesteld. Die scepsis werd ondermeer ingegeven door de grotere aandacht voor de Ricardiaanse equivalentie⁽⁴⁾ in een context van rationele verwachtingen en het ontbreken van een empirische consensus over de omvang van de begrotingsmultiplicator – dat is de mate waarin een begrotingsimpuls de economische groei beïnvloedt. Voorts worden begrotingsmaatregelen niet vaak genomen (begrotingen worden doorgaans eenmaal per jaar opgesteld) en het ontwerpen en ten uitvoer leggen ervan vergt tijd. Daardoor riskeren ze pas effect te sorteren op het ogenblik dat de conjunctuursituatie reeds is omgeslagen, waardoor ze dus procyclisch dreigen te worden. Expansieve maatregelen ingevoerd in slechte tijden zijn bovendien moeilijk terug te draaien in goede tijden: een ‘tekortbias’ kan dan uitmonden in een immer groeiende overheidsschuld. De crisiserfenis van de jaren zeventig (en begin jaren tachtig) hield ook hoge tekorten en olopende schulden in vermits het begrotingsbeleid werd ingezet ter ondersteuning van de economie. Bijgevolg nam de mogelijkheid om een discretionair begrotingsbeleid in te zetten als contracyclisch instrument fors af en verschoof de prioriteit veeleer naar het stabiliseren en reduceren van de hoge niveaus inzake overheidsschuld.

In tegenstelling tot actieve budgettaire interventies werken automatische stabilisatoren wel tijdig, tijdelijk en gericht. Zonder discretionair ingrijpen vanwege de overheid gaan de werkloosheids- en sociale zekerheidsuitkeringen in slechte tijden (goede tijden) immers stijgen (dalen), terwijl de belastingontvangsten dan doorgaans afnemen (toenemen) met een afvlakking van de conjunctuurschommelingen tot gevolg. De conventionele visie kent de automatische stabilisatoren dus wel een rol toe bij het uitvlakken van economische schommelingen. Die stabilisatoren werken des te krachtiger naarmate de overheid een grotere omvang in de

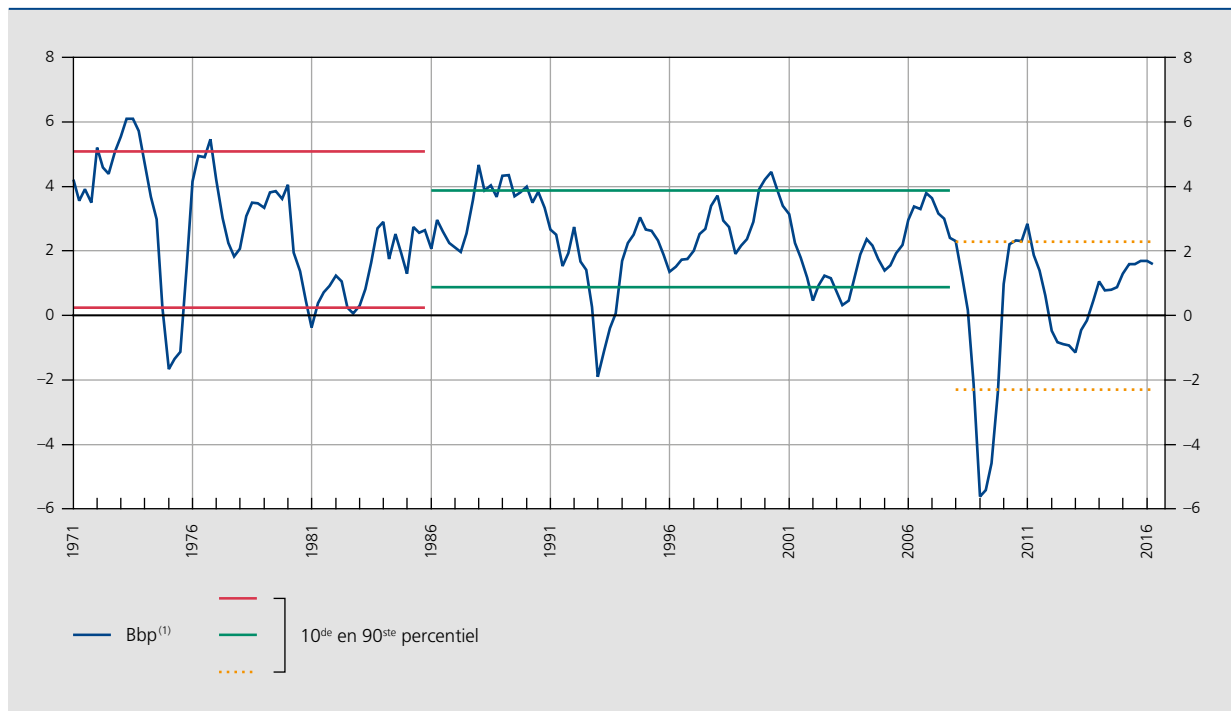
(1) Voor een grondiger discussie aangaande de vóór de crisis bestaande consensus, zie bijvoorbeeld Blanchard *et al.* (2010).

(2) Voor een overzicht van de voornaamste verklaringen van de ‘Great Moderation’, zie bijvoorbeeld Bernanke (2004).

(3) Voor een discussie ter zake, zie Blanchard en Galí (2007).

(4) Volgens deze hypothese gaat de private sector, als reactie op een begrotingsexpansie en een toename van het overheidstekort, meer sparen omdat huishoudens en bedrijven ervan uitgaan dat de overheid de belastingen in de toekomst weer zal verhogen of de uitkeringen zal verminderen. In haar meest extreme vorm impliceert deze theorie dan ook dat een begrotingsexpansie de economie niet stimuleert, net zoals een begrotingsinkrimping ze niet afremt.

GRAFIEK 1 **STERKE DALING VAN DE MACRO-ECONOMISCHE VOLATILITEIT IN HET EUROGEBIED**



Bronnen: AWM database, EC.

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

economie heeft. Precies daarom zijn ze in Europa belangrijker dan in de Verenigde Staten. Om die automatische stabilisatoren volop te laten spelen zonder dat er onzekerheid ontstaat over de houdbaarheid van de overheidsschuld, is het belangrijk dat de overheidsfinanciën gezond zijn.

Gezonde overheidsfinanciën zijn ook een voorwaarde opdat het monetair beleid effectief een stabiliserende rol zou kunnen spelen. Theorie en praktijk hebben immers aangetoond dat een centrale bank er onder politieke druk kan worden toe aangezet het expansief begrotingsbeleid te financieren via rechtstreekse kredietverlening aan overheden. De budgettaire vraagimpuls die daarmee gepaard gaat, kan vervolgens resulteren in een hogere inflatie en op termijn, indien excessief, in een inflatoire spiraal die op haar beurt negatieve gevolgen heeft voor de welvaart⁽¹⁾. Uit vrees daarvoor zijn tal van centrale banken onafhankelijk gemaakt en verantwoordelijk gesteld voor de prijsstabiliteit, terwijl de budgettaire instanties disciplinerende begrotingsregels opgelegd kregen.

Het Europees institutioneel kader

De conventionele visie wordt ook weerspiegeld in het institutioneel kader van de Economische en Monetaire

Unie (EMU). Zo werd een onafhankelijke Europese centrale bank opgericht die verantwoordelijk is voor prijsstabiliteit in de muntunie als geheel. De Raad van Bestuur van de ECB definieert prijsstabiliteit als een inflatie van onder, maar dicht bij 2% op middellange termijn. Dat perspectief op middellange termijn biedt de ECB een zekere flexibiliteit in het nastreven van haar hoofddoelstelling, waardoor wordt vermeden dat er zich in de economische bedrijvigheid en in de beleidsrentes grote schommelingen zouden voordoen als gevolg van onmiddellijke reacties op alle inflatieschokken. Op die manier is de hoofddoelstelling van prijsstabiliteit dus ook bevorderlijk voor de macro-economische stabiliteit. Zo komt de ECB ook tegemoet aan een andere doelstelling die het Verdrag van haar vereist, namelijk het ondersteunen van het algemeen economisch beleid.

Voorts kregen de nationale autoriteiten begrotingsregels opgelegd. In een monetaire unie is de prikkel om

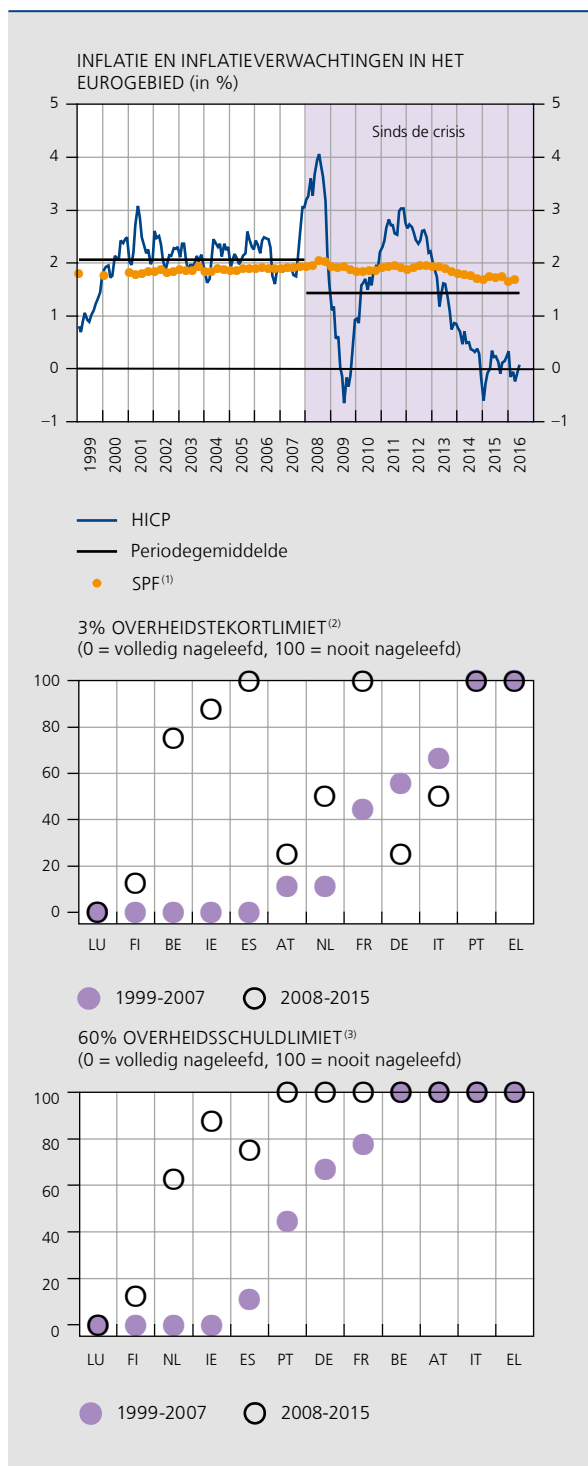
(1) De kosten verbonden aan een hoge en variabele inflatie zijn velerlei. Een hoge en variabele inflatie vereist dat economische subjecten meer (inefficiënte) inspanningen moeten leveren om de prijzen en de lonen correct aan te passen en als dat niet frequent gebeurt, verstoort dat ook het relatieve-prijs signaal (wat de allocatie van middelen scheeftrekt). Ze resulteert in hogere risicopremies en dus hogere reële rentetarieven, wat een rem zet op de investeringen. Ze vereist een grotere inspanning van het monetair beleid, wil deze laatste de reële rente sturen. Ten slotte impliceert een onverwacht hogere inflatie ook een willekeurige vermogensherverdeling van de kredietverstrekkers naar de kredietnemers.

een onverantwoord begrotingsbeleid te voeren immers sterker dan in een autonoom land. Begrotingsexpansies sorteren namelijk slechts een miniem effect op de inflatie in de monetaire unie als geheel (dat geldt des te meer voor kleinere landen). De centrale bank trekt haar beleidsrente dan ook minder sterk op dan wanneer ze enkel maar zou toezien op de prijsstabiliteit in een autonoom land. De reële rente in het land dat een expansief begrotingsbeleid voert, ligt dus lager waardoor de groei er sterker zal aantrekken. De hogere beleidsrente voor de gehele muntunie impliceert echter wel kosten voor de andere lidstaten. Bovendien bestond de vrees dat de financiële markten een sterke toename in de overheidsschuld van een lidstaat niet tijdig zouden penaliseren door een hogere rente te vragen ter compensatie van een groter risico op wanbetaling, maar dat de afstrafing plots zou komen (sudden stop). Om te waken over gezonde overheidsfinanciën in de individuele landen van het eurogebied werd dus getracht zowel marktdiscipline als begrotingsregels op te leggen. Zo werden het verbod op monetaire financiering van de overheidsschuld en de no-bail-outclausule gecombineerd met budgettaire referentiewaarden die allemaal bij wet werden vastgelegd⁽¹⁾. Die referentiewaarden werden vervolgens verder uitgewerkt in het Stabiliteits- en groeipact (SGP): het overheidstekort mag maximaal 3% bbp bedragen en de overheidsschuld maximaal 60% bbp, zo niet moet de schuld in voldoende mate afnemen. Daarenboven vereist het SGP dat lidstaten op middellange termijn tot begrotingsituaties komen die vrijwel in evenwicht zijn of een overschot vertonen opdat de automatische stabilisatoren vrij zouden kunnen spelen zonder dat het overheidstekort de 3%-referentiewaarde overschrijdt. De EMU-architecten hebben dus alles in het werk gesteld opdat niets of niemand de ECB zou afbrengen van haar mandaat inzake prijsstabiliteit, ze hebben met andere woorden getracht een zo groot mogelijke monetaire dominantie te verzekeren⁽²⁾.

Uit grafiek 2 blijkt dat het Eurosysteem tijdens het decennium vóór de crisis zijn doelstelling inderdaad wist te bereiken. Zo bedroeg de inflatie gemiddeld 2%. Anderzijds leefden de meeste van de twaalf oorspronkelijke eurolanden de begrotingsregels niet na en zulks vaak gedurende enkele jaren. Toch wist het Eurosysteem de volatiliteit van het bbp en de inflatie in het eurogebied onder controle te houden. Zijn stabiliserende rol kwam dus niet in gevaar (zie ook grafiek 1). De tamelijk robuuste resultaten inzake groei en inflatie gingen in een aantal landen echter gepaard met de opbouw van

(1) Zie Artikelen 123, 125 en 126 van het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie.
 (2) Zie ook Praet (2015).

GRAFIEK 2 REALISATIE VAN DE SPECIFIEKE DOELSTELLING DOOR RESPECTIEVELIJK HET EUROSISTEEM EN DE NATIONALE BEGROTINGSAUTORITEITEN



Bronnen: EC, ECB, Thomson Reuters Datastream.

- (1) Gemiddelde van de geaggregeerde kansverdeling van de inflatieverwachtingen over vijf jaar (NBB-berekeningen). De gegevens zijn afkomstig uit de ECB-kwartaalenquête bij professionele voorspellers.
 (2) Verhouding, in procenten, tussen het aantal jaren waarin het overheidstekort in procenten bbp boven de 3% uitkomt en het totale aantal jaren in de respectieve periode.
 (3) Verhouding, in procenten, tussen het aantal jaren waarin de overheidsschuld in procenten bbp boven de 60% uitkomt en het totale aantal jaren in de respectieve periode.

financiële onevenwichten⁽¹⁾. Doordat er in de vóór de crisis bestaande consensus onvoldoende aandacht was voor de macro-economische dimensie van de financiële stabiliteit, en financiële risico's haast uitsluitend voor individuele financiële instellingen werden onderzocht, bleven die onevenwichten evenwel onder de radar. Doordat terzelfder tijd de instrumenten ontbraken om de onevenwichten aan te pakken, zagen de beleidsmakers zich tijdens de crisis voor zware opdrachten geplaatst.

1.2 Het monetair en het begrotingsbeleid zijn sterk gelinkt, wat een gezamenlijke analyse vereist

Aan het begin van de jaren negentig ontwikkelde zich echter ook een andere visie die zowel voor het monetair als voor het begrotingsbeleid een expliciete rol weggelegd ziet om te zorgen voor macro-economische stabiliteit, in het bijzonder prijsstabiliteit. Volgens die visie bepaalt niet enkel het monetair beleid, maar ook het begrotingsbeleid op meer expliciete wijze hoe de nominale variabelen in de economie verlopen. In dit artikel wordt deze alternatieve visie de monetaire-budgettaire theorie genoemd (in een enge vorm staat ze wellicht beter bekend als de budgettaire theorie van het prijsniveau, of de 'fiscal theory of the price level')⁽²⁾. De grondleggers ervan zijn Eric Leeper, Chris Sims en John Cochrane; ook Sargent en Wallace (1981) waren er reeds van overtuigd dat het begrotingsbeleid een rol speelde in het verloop van de inflatie.

Hieronder wordt dieper ingegaan op de verschillen tussen de traditionele monetaire theorie en de monetaire-budgettaire theorie. Het is de bedoeling enkele inzichten van de alternatieve theorie toe te lichten aan de hand van eenvoudige vergelijkingen, zonder daarbij exhaustief te willen zijn. Voor meer gedetailleerde informatie wordt verwezen naar het werk van de grondleggers.

Het verschil tussen de beide visies weerspiegelt een verschillend theoretisch denkkader, vooral wat de veronderstellingen aangaande het gedrag van het begrotingsbeleid betreft. Beide denkkaders steunen op twee evenwichtsvergelijkingen waarin het prijspeil voorkomt: een ruilvergelijking en een overheidsschuldvergelijking (zie grafiek 3). Die twee vergelijkingen maken deel uit van alle gangbare economische modellen, zij het op een meer of minder expliciete wijze afhankelijk van de rol die men voor het begrotingsbeleid weggelegd ziet in het bepalen van het prijspeil. Aan de hand van de beide vergelijkingen wordt hier enkel getracht het verloop van het algemeen prijspeil of de inflatie te duiden. Er wordt derhalve niets gezegd over de stabilisatie van de conjunctuur of de economische groei: het gaat dus om een louter monetaire analyse.

In evenwicht geldt dat de totale uitgaven voor economische transacties (de geldhoeveelheid vermenigvuldigd met het aantal keren dat iedere euro jaarlijks wordt gependend) gelijk zijn aan de waarde van de transacties (vergelijking 1) en dat de waarde van de uitstaande overheidsschuld gelijk is aan de verdisconteerde waarde van de toekomstige primaire overheidsoverschotten die deze schuld moeten afbetalen (vergelijking 2). Er zij opgemerkt dat de laatste vergelijking in reële termen is geschreven: het is de relatieve prijs van de overheidsschuld – dat is de nominale waarde van het uitstaand overheidspapier⁽³⁾ gecorrigeerd voor het algemeen prijspeil – die gelijk moet zijn aan de verdisconteerde stroom van de reële primaire overschotten (de overheidsontvangsten na aftrek van de overheidsuitgaven met uitzondering van de rentelasten) die de overheid naar verwachting zal boeken. Die vergelijking vertoont een parallel met de prijsbepaling van financiële activa: de prijs van de activa is de verdisconteerde waarde van de inkomensstromen die deze activa in de toekomst verwacht worden op te leveren. In diezelfde zin waarderen de economische subjecten de overheidsschuld op grond van de middelen die de overheid in de toekomst wellicht aan de economie zal onttrekken. Er zij opgemerkt dat hier met overheidsschuld wordt bedoeld de geconsolideerde overheidsschuld die in handen is van de private sector: het betreft zowel de schuld van de budgettaire overheid als de schulden die de centrale banken op hun passiva hebben geboekt, bijvoorbeeld de rentedragende centralebankreserves of bankbiljetten. Voorts gaat het hier om de verwachte stroom van primaire saldi.

De 'traditionele' monetaire theorie gaat ervan uit dat prijsstabiliteit op lange termijn alleen maar door het monetair beleid wordt gegarandeerd. Vergelijking 1 belichaamt die visie: bij een relatief constante omloopsnelheid van het geld (V) en aangezien het monetair beleid op lange termijn geen effect heeft op de output, kan de centrale bank het prijspeil (P) op lange termijn controleren, enkel en alleen door middel van haar beleidsinstrument (in deze klassieke ruilvergelijking is dat de geldhoeveelheid (M)). Hier geldt geen expliciete rol voor het begrotingsbeleid of voor de overheidsschuld hoewel deze, zoals verderop wordt toegelicht, op de achtergrond toch aanwezig zijn.

In de praktijk is de geldhoeveelheid geen rechtstreeks instrument van het monetair beleid. Een centrale bank

(1) Voor meer informatie en een interpretatie van de oorzaken van de crisis in het eurogebied, zie bijvoorbeeld Baldwin en Giavazzi (2015).

(2) Gelet op de expliciete aandacht die de alternatieve visie geeft aan het begrotingsbeleid in het verklaren van het verloop van het algemeen prijspeil lijkt de keuze voor de benaming 'fiscal theory of the price level' op het eerste gezicht logisch. Het is echter de wisselwerking tussen de beide beleidsdomeinen die van cruciaal belang is, vandaar onze alternatieve benaming. Eric Leeper (2016a) heeft het ook over de 'real theory of the price level'.

(3) Die bestaat in vele geavanceerde economieën vooral uit in de nationale munt uitgegeven nominaal schuldpapier, hoewel verschillende landen ook inflatiegelinkt overheidspapier of schuld in buitenlandse valuta uitgeven; het belang daarvan is echter veeleer beperkt.

Vergelijking 1
De ruilvergelijking

$$M_t V_t = P_t Y_t$$

Nominale uitgaven Nominaal bbp

Vergelijking 2
De overheidsschuldwaardering⁽¹⁾

$$\frac{B_t}{P_t} = E_t \sum_{j=1}^{\infty} \rho^{-j} (T_{t+j} - G_{t+j})$$

Reële overheidsschuld Reële primaire overheidssaldo's

Som van de verwachtingen

waarbij M staat voor geld, V voor de omloopsnelheid van het geld, P voor het prijspeil, Y voor de reële output, B voor de nominale overheidsschuld – met inbegrip van de verplichtingen van de centrale bank (zoals de centralebankreserves) – in handen van de private sector, ρ voor de reële discontovoet die de waarde van de toekomstige overschotten actualiseert en hier eenvoudigheidshalve als constant wordt beschouwd, T voor de belastingontvangsten en G voor de overheidsuitgaven ongerekend de rentelasten.

(1) Hier wordt enkel de vereenvoudigde vergelijking met alleen maar overheidsschuldpapier op korte termijn weergegeven.

tracht de inflatie veeleer te sturen via het zetten van haar beleidsrente (in dat proces zal ook het verloop van de geldhoeveelheid veranderen)⁽¹⁾. Een hogere beleidsrente remt de inflatie af, een lagere beleidsrente wakkert de inflatie aan. Volgens Leeper (1991) speelt het monetair beleid hier een ‘actieve’ rol: door haar beleidsinstrument adequaat te wijzigen, beoogt de centrale bank de inflatie te stabiliseren. Concreet betekent dit dat de standaardmodellen het monetair beleid een Taylor-regel⁽²⁾ opleggen volgens welke een centrale bank de nominale rente, als reactie op een stijging/daling van de inflatie, uiteindelijk meer dan proportioneel moet verhogen/verlagen om de reële rente in de passende richting te sturen en de prijsstabiliteit te herstellen.

Wijzigingen in de beleidsrente als respons op inflatieschokken veranderen ook de nominale rentelasten van de overheid, wat ons bij vergelijking 2 brengt. Een stijging van de nominale beleidsrente vertaalt zich in vergelijking 2 dus in een proportionele stijging van de nominale schuld B (het rente-effect is vervat in de teller van het linkerlid). Aangezien de centrale bank het Taylor-principe toepast, veranderen ook de reële rentelasten en, derhalve, de reële schuld. Het linkerlid wordt bijgevolg groter dan het rechterlid. Opdat vergelijking 2 alsnog zou opgaan en de economie stabiel zou blijven, moeten de houders van de overheidsschuld er dan ook van uitgaan dat de overheid haar primaire saldi ($T-G$) optrekt.

De geldende macro-economische modellen berusten inderdaad op de (impliciete of expliciete) veronderstelling dat de overheid haar primaire overschotten steeds dusdanig aanpast dat ze de reële schuld stabiliseren

(in de terminologie van Leeper (1991) nemen de overheden een ‘passieve’ rol op⁽³⁾) en dat de verwachtingen ter zake eveneens correct tot stand komen. Om die reden wordt in de modellen weinig aandacht besteed aan het budgettaire luik; er wordt als het ware abstractie gemaakt van vergelijking 2, die in deze context een budgetbeperking impliceert voor de overheid. Volgens deze zienswijze werd een onafhankelijke centrale bank die adequaat op de inflatie reageert, als voldoende beschouwd om prijsstabiliteit te bereiken.

De monetaire-budgettaire visie betwist echter de dominantie van het monetair beleid. Het feit dat het prijspeil (P) ook in vergelijking 2 voorkomt, wordt hier beklemtoond en impliceert dat ook het begrotingsbeleid er een invloed kan op uitoefenen. Deze visie stelt specifiek dat prijsstabiliteit coördinatie van het monetair en het begrotingsbeleid vereist, hoewel dat niet steeds expliciet zichtbaar is. Volgt de overheid de ‘passieve’ regel immers niet, dan kan een inflatoire schok niet worden afgewend door een restrictief monetair beleid. Sims (2012) en Leeper (2016b) redeneren als volgt: indien wordt verwacht dat de koers van het begrotingsbeleid na een verhoging van de beleidsrente ongewijzigd blijft, dan voelen de obligatiehouders zich rijker (ze ontvangen een hogere rente en verwachten niet dat de overheid meer middelen aan de economie zal onttrekken) en willen ze dus meer goederen en diensten

(1) Voor meer informatie over de precieze werking van een rentebeleid versus een geldbasisbeleid, zie Aucremanne *et al.* (2007).

(2) Voor meer informatie, zie met name Taylor (1999).

(3) Leeper stelt dat het begrotingsbeleid de primaire overheidsoverschotten op ‘passieve’ wijze aanpast teneinde de reële schuld te stabiliseren en de monetairbeleidskoers daarbij als een exogeen gegeven beschouwt.

kopen. Uiteindelijk zal de inflatie toenemen, in weerwil van wat de centrale bank aanvankelijk beoogde. In de eerder 'mechanische' termen van vergelijking 2 betekent dit dus dat een toename van P de enige manier is om het linkerlid te stabiliseren wanneer B stijgt en het rechterlid onveranderd blijft. Inderdaad, de monetaire-budgettaire theorie voorziet niet in de mogelijkheid van default vanwege de overheid op schulden in de eigen munt omdat ze er van uitgaat dat landen met een eigen monetair beleid willen vermijden dat hun financiële stabiliteit daardoor in gevaar komt.

De monetaire-budgettaire theorie biedt aldus een minder gangbare verklaring voor de hoge en versnellende inflatie in Brazilië in de jaren tachtig. Loyo (1999) suggereert dat die inflatie het gevolg was van de combinatie van een actief monetair beleid en een actief begrotingsbeleid. De centrale bank trachtte door middel van een renteverhoging de hoge inflatie terug te dringen. Aangezien echter werd verwacht dat stijgende rentelasten niet tot een begrotingsconsolidatie zouden leiden (de budgettaire autoriteit richt zich met andere woorden niet passief op het stabiliseren van de reële overheidsschuld), voelden de obligatiehouders zich rijker en dat leidde tot een hogere inflatie. Een restrictiever monetair beleid resulteerde dan ook in een groeiende nominale schuld en een exploderende inflatie. Er zij opgemerkt dat volgens de monetaire-budgettaire theorie, anders dan volgens de conventionele visie, hyperinflaties dus niet enkel een budgettaire, maar ook een monetaire oorzaak kunnen hebben. In het eerste geval is een ontsprende inflatie het resultaat van de monetaire financiering van begrotingstekorten, in het tweede geval van de budgettaire impact van een restrictief rentebeleid.

Volgens de monetaire-budgettaire theorie wordt vergelijking 2 dus niet beschouwd als een budgetbeperking, maar louter als een evenwichtsvoorwaarde voor prijsstabiliteit. Evenwicht vereist dat zowel de

reële schuld als de inflatie een stabiel of voorspelbaar verloop laat optekenen. In de monetaire-budgettaire theorie (volgens de classificatie van Leeper (1991), zie ook grafiek 4) kan dat worden bereikt zowel dankzij een beleidsmix van actief monetair en passief budgettair beleid (tevens ook de conventionele visie) als dankzij een minder gangbare combinatie van passief monetair en actief begrotingsbeleid. De monetaire-budgettaire theorie beklemtoont dat tussen de twee autoriteiten steeds enige vorm van coördinatie nodig is, wil een van beide het prijsverloop effectief stabiliseren. In de eerste beleidscombinatie remt een restrictief monetair beleid de inflatie precies af omdat de overheid, als reactie op dat beleid, haar primaire overschotten opbouwt. Evenzo werkt een expansief monetair beleid inflatoir aangezien de overheid geacht wordt haar primaire overschotten af te bouwen. Met de invoering van de SGP-regels gaf het Europees institutioneel kader dus in wezen ook aan dat een afdwingbaar begrotingsraamwerk noodzakelijk was om de monetaire dominantie te verzekeren. In de tweede beleidscombinatie (passief monetair beleid en actief begrotingsbeleid) is het echter de budgettaire autoriteit die de inflatie controleert (door het bepalen van B en de verwachtingen ten aanzien van de primaire saldi), terwijl de monetaire autoriteit de reële schuld op passieve wijze stabiliseert door haar beleidskoers aan te passen. Concreet betekent dit dat de centrale bank, door niet of onvoldoende te reageren op inflatoire schokken van het begrotingsbeleid, voorkomt dat de schulden en de inflatie sneller gaan oplopen.

Door de wisselwerking tussen het monetair en het begrotingsbeleid vrij te laten spelen, biedt de monetaire-budgettaire theorie de economie dus een groot aantal mogelijk te volgen paden, hetzij richting evenwicht, hetzij weg van dat evenwicht (zie grafiek 4 voor een overzicht). Zo vult ze de conventionele theorie aan en geeft ze een vollediger beeld van de complexiteit en de nuances van de monetaire-budgettaire coördinatie.

GRAFIEK 4 VERSCHILLENDE MOGELIJKE BELEIDSCOMBINATIES ⁽¹⁾ IN DE MONETAIRE-BUDGETTAIRE THEORIE

	Actief begrotingsbeleid	Passief begrotingsbeleid
Actief monetair beleid	Geen oplossing	Uniek evenwicht (conventionele visie)
Passief monetair beleid	Uniek evenwicht	Verskillende oplossingen mogelijk en dus geen uniek evenwicht

(1) Classificatie volgens Leeper (1991).

1.3 Wat is de 'juiste' visie op de wereld?

Het betreft hier wellicht een té polariserend geformuleerde vraag. Modelmatig speelt zowel het monetair als het begrotingsbeleid in beide theorieën immers een rol bij het bepalen van de prijsstabiliteit. De monetair-budgettaire theorie laat hier een expliciete rol voor het begrotingsbeleid toe, terwijl de consensusvisie van vóór de crisis dat beleid geen dominante rol toeschrijft en eerder abstractie van maakt. Uit de monetaire-budgettaire theorie blijkt dat de conventionele visie op die manier bepaalde wisselwerkingen tussen de twee beleidsdomeinen uit het oog dreigt te verliezen of dat ze té sterke veronderstellingen riskeert te maken over het gepaste gedrag van elke autoriteit (het begrotingsbeleid stabiliseert schulden en het monetair beleid kan de beleidsrentes onbepert wijzigen). Die hiaten zijn ongetwijfeld relevant. In het volgende hoofdstuk wordt dieper ingegaan op enkele crisisgebeurtenissen in het eurogebied die de tekortkomingen in de geldende economische visie en het Europees institutioneel kader hebben blootgelegd. De monetaire-budgettaire theorie had reeds op de mogelijkheid van dergelijke problemen gewezen, zoals blijkt uit de treffende titel van een – achteraf profetisch gebleken – paper van Chris Sims uit 1999: 'The precarious fiscal foundations of EMU'. Tegelijkertijd blijft de monetaire-budgettaire theorie zelf ietwat controversieel aangezien ze in de praktijk nog moeilijk kan worden toegepast en ze enkele sterke veronderstellingen maakt (er is bijvoorbeeld geen rol voor default vanwege de overheden). In bepaalde situaties kan ze echter verrijkende inzichten verschaffen. Op deze selectieve toepassingen wordt hieronder nader ingegaan.

2. De crisis heeft de tekortkomingen van de conventionele visie en die in bestaande instellingen onthuld

2.1 Het ontbreken van monetaire ondersteuning maakte een zelfvervullende overheidsschuldencrisis mogelijk

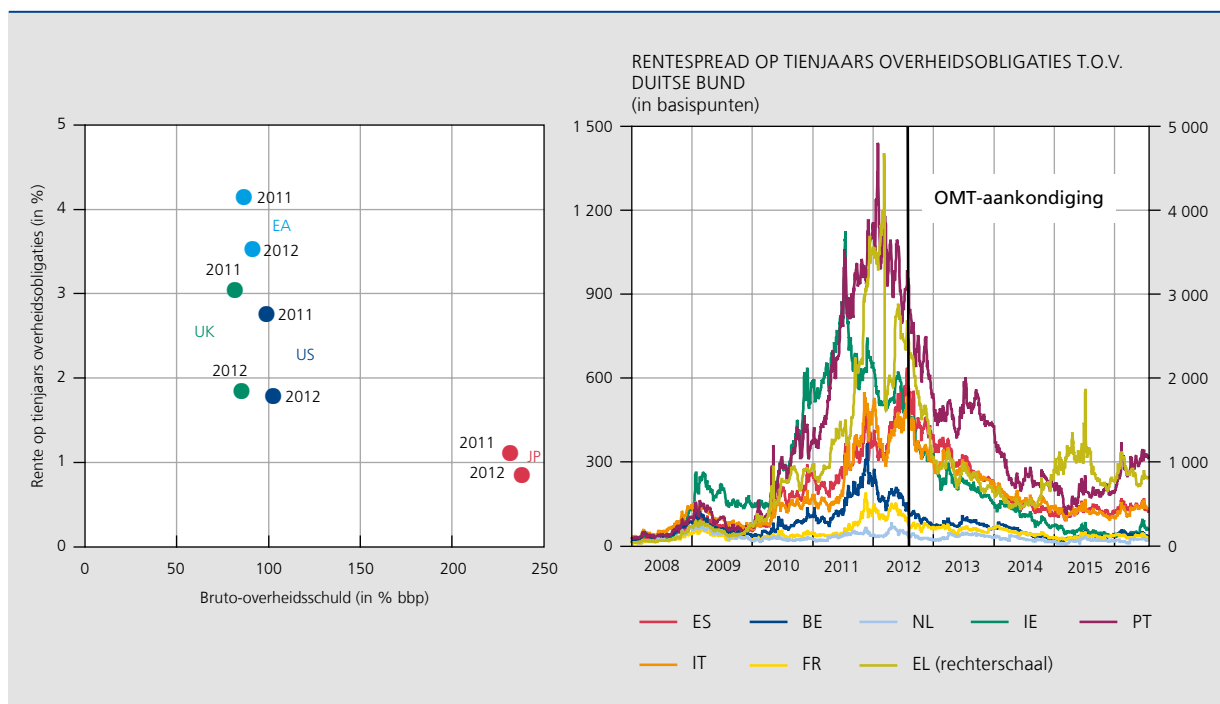
De monetaire-budgettaire theorie wijst erop dat de eurolanden in feite geen nominale, maar reële schuld uitgeven. Hun schuld is immers uitgedrukt in euro, en de uitgifte van euro's wordt niet door de individuele lidstaten bepaald. Dat maakt eurolanden kwetsbaarder aangezien de financiële markten op die manier overheden tot wanbetaling kunnen dwingen. Vergelijking 2 in grafiek 3 hierboven verduidelijkt dat. Om het evenwicht te vrijwaren, dient een stijging van de reële schuld gepaard te gaan met de verwachting dat de primaire overschotten in de toekomst zullen stijgen. Wordt er echter van uitgegaan

dat de overheid geen nieuwe reële middelen kan of wil onttrekken aan de economie (in vergelijking 2 is het rechterlid kleiner dan het linkerlid), dan ontstaan verwachtingen van wanbetalingen en eisen de beleggers hogere risicopremies teneinde dat risico te dekken. Die situatie is anders als het om nominale schuld gaat. Bij een stijging van de nominale schuld kan het evenwicht worden hersteld door een toekomstige begrotingsconsolidatie, maar ook door een stijging van het prijspeil. Nominale schuld impliceert immers enkel een aanspraak op euro's in de toekomst; voor de overheid van een land met een eigen centrale bank is de eigen munt in principe voorhanden. Zodoende kan vergelijking 2 in principe steeds worden nageleefd, waardoor wanbetaling zo goed als uitgesloten is⁽¹⁾. Nominale overheidsschuld heeft dan ook het kenmerk kredietrisicovrij te zijn, zij het dat zulks ten koste kan gaan van de prijsstabiliteit.

In de conventionele visie is er dus geen plaats voor die wisselwerking tussen de overheid en de centrale bank uit terechte vrees voor monetaire financiering en té hoge inflatie. Om monetaire dominantie te verzekeren, wordt dan ook de oprichting voorgeschreven van onafhankelijke centrale banken en wordt in het eurogebied de ECB zelfs expliciet verboden de overheidsschuld monetair te financieren. De sterke principes in het Verdrag beklemtonen dus het reële karakter van de overheidsschuld van de eurolanden: ze impliceren dat de ECB – en overigens ook andere lidstaten en de Europese Unie in haar geheel – niet intervenueert wanneer de overheidsobligatiemarkten (en dus de eenheidsmunt) door de financiële markten onder druk worden geplaatst. Default vanwege een lidstaat werd als een mogelijkheid aanvaard. Dat geldt veel minder in een land met een eigen centrale bank aangezien deze laatste in praktijk wel de rol van 'lender of last resort' op de overheidsobligatiemarkt vervult. De loutere verwachting hiervan werkt doorgaans stabiliserend⁽²⁾. De landen van het eurogebied waren dus vatbaar voor zelfvervullende marktverwachtingen die een liquiditeitscrisis van de overheid kunnen doen omslaan in een solvabiliteitscrisis.

De overheidsschuldencrisis in het eurogebied heeft het gebrek aan monetaire ondersteuning inderdaad bijzonder voelbaar aangestipt. Terwijl de begrotingsfundamenten van de muntunie in haar geheel in de periode 2010-2012 zeker niet slechter bleken dan die in andere geavanceerde landen, liepen de rentetarieven die overheden op schuld uitgiftes dienden te betalen er wel merkbaar hoger op (zie grafiek 5), zulks vanwege hogere risicopremies. Zelfvervullende marktpaniek kreeg immers vaste voet

(1) De onmogelijkheid van wanbetaling door overheden is een van de kernveronderstellingen die de monetaire-budgettaire theorie maakt.
(2) Zie ook Draghi (2014).



Bronnen: ECB, IMF, Thomson Reuters Datastream.

in kwetsbare eurolanden waardoor de spreads op hun overheidspapier sterk opliepen ten opzichte van die van de landen die als veilige havens werden beschouwd. Bezorgdheid over de houdbaarheid van de schuld was in bepaalde eurolanden zeker gewettigd, maar de onderliggende macro-economische en financiële determinanten waren niet dusdanig verslechterd dat ze een dergelijke ingrijpende herprijsing rechtvaardigden. Naast het vooruitzicht op in gebreke blijvende overheden ontstond ook de verwachting dat sommige landen ertoe genoopt konden worden de monetaire unie te verlaten. Dat zou hen, geheel in overeenstemming met de monetaire-budgettaire theorie, opnieuw in staat stellen de inflatie aan te wenden als een instrument om de reële overheidsschuld te stabiliseren. Twijfels over de onomkeerbaarheid van de euro (risico op 'redenominatie') waren dus, naast de vrees voor het expliciet afprijzen van de bestaande overheidsschuld (risico op wanbetaling), een additionele bron van opwaartse druk op de rente op overheidspapier.

Vermits de rente op overheidsobligaties doorgaans als referentierente geldt voor de andere marktrentes, verstoorde de fragmentatie op de overheidsobligatiemarkt ook de transmissie en de uniformiteit van het monetair beleid. De ECB nam bijgevolg verscheidene maatregelen om de fragmentatie in het eurogebied tegen te gaan.

Uiteindelijk werd de vicieuze cirkel tussen de marktverwachtingen en de dynamiek van de overheidsschuld verbroken door de aankondiging, tijdens de zomer van 2012, van de OMT's⁽¹⁾ – een voorwaardelijk aankoopprogramma van overheidspapier van onder druk staande eurolanden. Zodoende nam de ECB immers, op de overheidsobligatiemarkt, de rol van 'lender of last resort' op zich en gaf ze te kennen bereid en in staat te zijn (onterechte) aanvallen op de overheidsschuld van lidstaten in de kiem te smoren.

OMT's zijn dus een instrument om op korte termijn de stabiliteit in het financieel systeem te vrijwaren. Solvabiliteit op lange termijn vereist echter actieve inspanningen van de overheden zelf. Dat is niet enkel ingebed in het ontwerp van de OMT's – aankopen kunnen pas gebeuren indien landen de voorwaarden van een macro-economisch aanpassingsprogramma naleven – maar ook in het Europees institutioneel kader. Daarin wordt bijvoorbeeld voorzien door de disciplinerende begrotingsregels van het SGP, maar die regels bleken helaas niet

(1) OMT's zijn in overeenstemming met het Europees recht en ze zijn in het bijzonder niet strijdig met het verbod op monetaire financiering aangezien de aankopen plaatsvinden op de secundaire en niet op de primaire markt, ze onderworpen zijn aan strikte voorwaarden die de stimulans voor gezonde overheidsfinanciën moeten vrijwaren en ze tevens worden ingevoerd teneinde op middellange termijn de prijsstabiliteit veilig te stellen. Tot dusver zijn de OMT's overigens nog niet geactiveerd.

voldoende afdwingbaar. Er zij bovendien aangestipt dat de overheidsfinanciën in de meeste eurolanden op de vooravond van de crisis niet als problematisch werden beschouwd. In diverse landen ontstond daaromtrent pas bezorgdheid nadat de overheden werden gedwongen de weerslag op te vangen van een gebarsten kredietzeepbel, en zulks zowel op macro-economisch vlak als wat het redden van de binnenlandse banken betreft. In combinatie met de hoge rentetarieven die de marktpaniek weerspiegelden, zette de trage economische groei de houdbaarheid van de schuld nog verder onder druk. Dat beklemtoont hoe belangrijk het is de macro-economische en financiële stabiliteit te monitoren en te vrijwaren, ook voor de overheidsfinanciën en het monetair beleid. Sinds de crisis zijn op Europees institutioneel vlak dan ook verschillende initiatieven in die richting genomen. Zo moet de oprichting van de bankenunie het toezicht op de banksector verbeteren en, zonder overheidsinterventie, de ontbinding van in gebreke blijvende instellingen vergemakkelijken. De oprichting van het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) – dat voorwaardelijke financiële bijstand verleent aan in moeilijkheden verkerende landen – helpt de eurolanden dan weer zich beter te wapenen tegen zware asymmetrische schokken. Ten slotte werd de economische governance uitgebreid en worden voortaan ook onevenwichten in de private sector – bijvoorbeeld het ontstaan van buitensporige schuldposities – gemonitord.

2.2 De terugkeer van de inflatie naar 2 % : ook een rol voor het begrotingsbeleid ?

Wanneer overheden ten prooi vallen aan een zelfvullende marktpaniek, kunnen ze gehinderd worden om de houdbaarheid van hun schuld te vrijwaren. Evenzo kan een centrale bank, bij een deflatoire teruggang van de economie, beperkt worden om de reële rente gepast te sturen, bijvoorbeeld omdat haar beleidsrentes dicht bij hun ondergrens noteren (zoals het geval is in het eurogebied)⁽¹⁾. Andere beleidsdomeinen kunnen dan te hulp schieten om de doelstelling van de ander te realiseren. Dat inzicht heeft een centrale plaats in de monetaire-budgettaire theorie die het belang van beleidscoördinatie te allen tijde erkent. In de conventionele visie heeft dat inzicht pas recentelijk aan belang gewonnen, precies vanwege de confrontatie met uitzonderlijke situaties. Zo is volgens deze laatste visie een belangrijker rol weggelegd voor het begrotingsbeleid in het wegwerken van de nog aanwezige overcapaciteit in de economie wanneer het monetair beleid op beperkingen stuit.

(1) Voor een bespreking van de problemen die de ondergrens van de beleidsrentes voor het monetair beleid kan stellen, zie onder meer Kader 1 in het Verslag van de Nationale Bank (NBB, 2015) en Kader 1 in Cordemans *et al.* (2016).

De monetaire-budgettaire theorie komt tot een radicaler inzicht: ze kent het begrotingsbeleid in dergelijke situaties een dominante rol toe in het vrijwaren van een stabiel en voorspelbaar inflatieverloop. Alvorens dieper in te gaan op een mogelijke rol voor het begrotingsbeleid in het wegwerken van het macro-economische onevenwicht tussen sparen en investeren, wordt summier geschetst hoe het Eurosysteem in het eurogebied nagenoeg alleen kwam te staan in het stimuleren van het herstel.

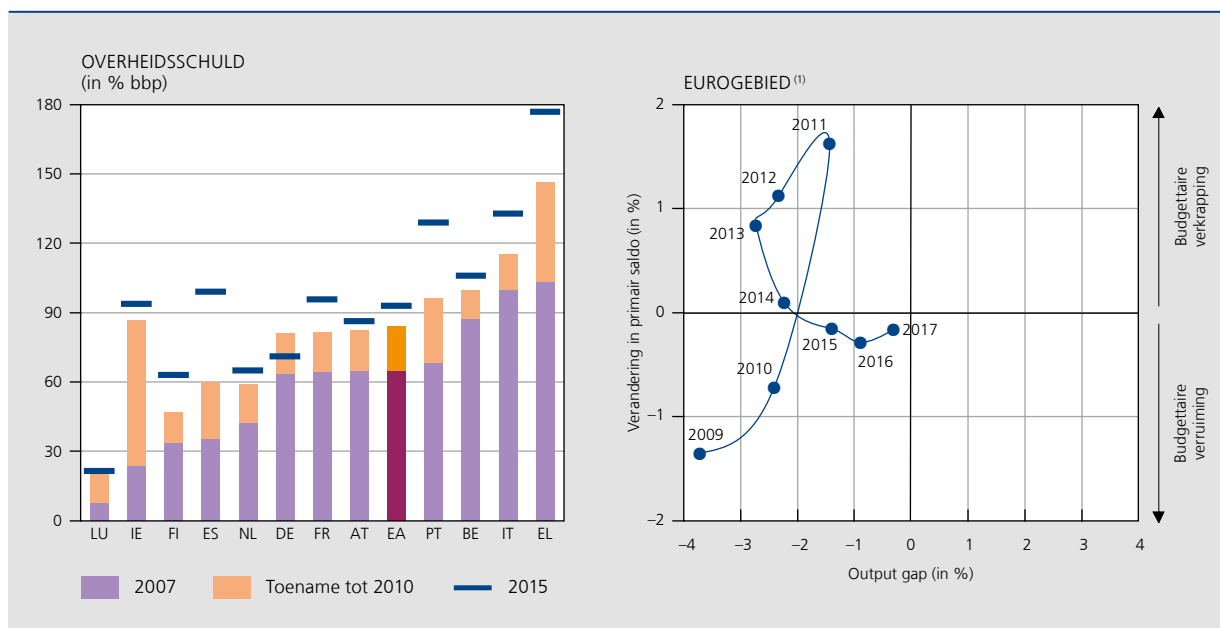
In het eurogebied (2009 tot nu) vaart het monetair beleid vrijwel aanhoudend een expansieve koers, het begrotingsbeleid is minder standvastig

In het begrotingsbeleid voor de muntunie in haar geheel kunnen ruwweg drie fases worden onderscheiden (zie grafiek 6): een stimulusfase van 2009 tot 2010, een saneringsfase van 2011 tot 2013 en recentelijk een fase waarin het begrotingsbeleid een meer neutrale koers vaart. Daarbij wordt gekeken naar de wijziging in het conjunctuurgezuiverd primair overheidssaldo (de variabele is weergegeven op de y-as). Dat saldo kan worden beschouwd als een maatstaf voor discretionaire budgettaire actie aangezien het de rentelasten op de overheidsschuld en de impact van de automatische stabilisatoren niet in aanmerking neemt.

Tijdens de eerste fase van de crisis waren zowel monetair- als begrotingsbeleidsmaatregelen erop gericht de impact van de crisis te verzachten. Zo begon de ECB in oktober 2008 de beleidsrentes te verlagen en nam ze een waaier aan maatregelen om die monetaire impuls, hoewel het financiële stelsel in volle beroering was, ook te laten doorstromen naar de huishoudens en de bedrijven. Ongeveer gelijktijdig lanceerde de Europese Commissie het 'European Economic Recovery Plan' dat de discretionaire stimulusprogramma's op nationaal en Europees niveau hielp coördineren (vanwege de omvang van de recessie waren de automatische stabilisatoren op zich onvoldoende). Het snel en krachtig herstel van de economische bedrijvigheid dat eind 2009 inzette (zie grafiek 1), toont aan dat die beleidscombinatie vruchten afwierp.

Vanaf eind 2010 zette het begrotingsbeleid echter een consolidatiefase in. Enerzijds werden de overheden er door paniek op de financiële markten (zie paragraaf 2.1) toe gedwongen de broekriem aan te halen. Er waren immers drastische saneringsmaatregelen vereist om de onzekerheid over de duurzaamheid van de overheidsschuldgraad en de daaruit voortvloeiende hoge risicopremies te doen afnemen. Anderzijds vereisten de SGP-regels dat de stimulus tijdig werd omgekeerd zodat de focus van de budgettaire autoriteiten weer op het veiligstellen van gezonde

GRAFIEK 6 HOGE SCHULDENLAST NOOPT TOT BEGROTINGSCONSOLIDATIE



Bron: EC.

(1) De gegevens voor 2016 en 2017 zijn voorspellingen.

overheidsfinanciën kwam te liggen. Er werd immers van uitgegaan dat deze autoriteiten op die manier het best konden bijdragen aan het vrijwaren van de macro-economische stabiliteit op langere termijn. Uit academisch onderzoek⁽¹⁾ bleek bovendien dat de effecten van een saneringsbeleid op de economische bedrijvigheid ook op korte termijn niet noodzakelijk negatief hoeven te zijn (met andere woorden de begrotingsmultiplicator kan ook negatief zijn) – op voorwaarde dat het gaat om een aanpassing in de overheidsuitgaven en niet in de belastingen⁽²⁾. Een versterkt Europees budgettair governancekader⁽³⁾ dat de klemtoon legde op begrotingsdiscipline – zeker wat retoriek betreft –, leek zo twee vliegen in één klap te slaan: een duurzame schuldfabouw die de economische bedrijvigheid niet zou afremmen of die haar zelfs ten goede zou komen.

Grafiek 6 toont echter ook aan dat de saneringsfase van 2011 tot 2013 plaatshad tegen de achtergrond van een negatieve outputkloof. Recentere studies, zowel theoretische als empirische⁽⁴⁾, wijzen er op dat tijdens een diepe recessie, wanneer de productiecapaciteit onderbenut is en het monetair beleid nieuwe negatieve macro-economische schokken moeilijk kan opvangen, een budgettaire inkrimping de economische groei forser zou afremmen dan in normale tijden en dus zeker dan in het ‘expansief saneringsverhaal’. Omgekeerd houdt een hogere positieve multiplicator ook in dat een discretionaire overheidsstimulus in crisistijden veel krachtiger kan zijn dan in normale tijden (zie ook

verderop). Er gingen dus steeds meer stemmen op voor een begrotingsexpansie. Het door de crisis heen gewijzigde discours van onder meer het IMF, dat nu meer ruimte laat voor nuance, sluit daar bij aan.

Op het niveau van het eurogebied is er echter nog geen sprake van een expansief begrotingsbeleid. De begrotingskoers is vanaf 2014 wel neutraler geworden (en verwacht wordt dat zulks het geval zal blijven) vanwege de sterke afname van de financiële spanningen en de in vele gevallen reeds geleverde aanzienlijke begrotingsinspanningen. Van eind 2010 tot 2015 blijft het monetair beleid in grote mate dan ook de enige actieve speler in het stimuleren van het herstel. In eerste instantie zorgde het Eurosysteem voor extra versoepeling doordat het zijn kortetermijnbeleidsrentes verder verlaagde en het balansmaatregelen ten uitvoer legde die erop gericht waren die stimulus op uniforme wijze aan de rest van de economie door te geven. Eind 2014 naderden de beleidsrentes echter hun ondergrens, wat impliceert dat het traditioneel monetair beleid stilaan zijn

(1) Zie, bijvoorbeeld, Alesina en Ardagna (2010) en Alesina *et al.* (2012).

(2) Verschillende mechanismen kunnen het stimulerend effect van een begrotingsconsolidatie verklaren. Zo zouden lagere overheidsuitgaven in de toekomst lagere belastingen impliceren, waardoor huishoudens hun permanent inkomen hoger schatten en ze dus meer zouden consumeren. Een financieel gezondere overheid boezemt ook meer vertrouwen in, wat de consumptie en de investeringen zou moeten stimuleren.

(3) Zie, bijvoorbeeld, Melyn *et al.* (2015).

(4) Voor theoretische studies, zie bijvoorbeeld Christiano *et al.* (2011), Woodford (2011) en Eggertsson en Krugman (2012). Voor empirisch onderzoek, zie bijvoorbeeld Blanchard en Leigh (2013) en Auerbach en Gorodnichenko (2012).

grenzen bereikte. Tegen de achtergrond van persistent zwakke inflatievooruitzichten en een gematigd groeimomentum zag de ECB zich echter genoodzaakt voor extra stimulans te zorgen. Dat zette haar ertoe aan niet-conventionele balansmaatregelen te nemen (zie grafiek 7)⁽¹⁾.

Zo introduceerde het Eurosysteem in 2014 gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO's). Die transacties voorzien de banken van goedkope langetermijnfinanciering, op voorwaarde evenwel dat de banken hun kredietverlening aan de private sector optrekken. Bovendien startte het Eurosysteem met het aankopen van activa: effecten op onderpand van activa, gedekte bankobligaties, overheids-papier en recentelijk nog obligaties van de niet-financiële private sector. Het monetair beleid tracht aldus, veeleer dan alleen maar de korte rente te sturen, het hele rentespectrum te drukken. Op het ogenblik dat die gunstiger financieringsvoorwaarden de huishoudens en de ondernemingen

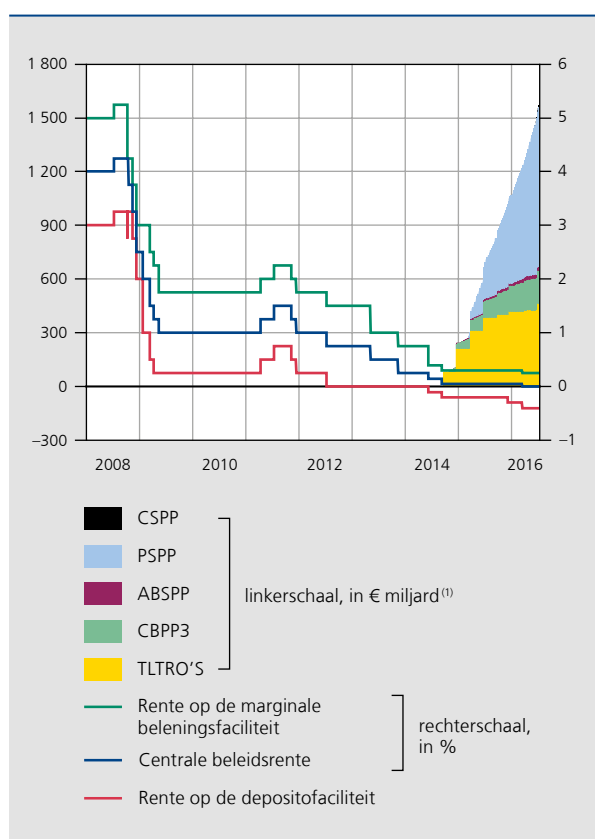
bereiken, zullen ze de consumptie en de investeringen aanmoedigen en zodoende ook de inflatie laten terugkeren naar 2%⁽²⁾.

Door het ten uitvoer leggen van die niet-conventionele maatregelen toont de centrale bank dus aan dat noch haar bereidheid, noch haar arsenaal aan instrumenten om de economische heropleving te stimuleren, uitgeput is. Aangezien die instrumenten nieuw zijn, en derhalve nog niet getest, valt het effect ervan weliswaar moeilijker in te schatten. Dit kan dan weer wegen op de onzekerheid van de economische subjecten, wat op zich nefast is voor de economische groei, zodat het niet uit te sluiten valt dat deze maatregelen minder doeltreffend zijn dan het traditioneel beleid. Bovendien kunnen deze balansmaatregelen neven-effecten sorteren en worden ze terecht 'niet-conventioneel' genoemd. Met een inflatie die reeds verscheidene jaren onder de doelstelling blijft (zie grafiek 2) en een outputkloof die al zeven jaar negatief is (zie grafiek 6), is extra vraagondersteuning vanuit andere beleidsdomeinen dan ook welkom. Zo beklemtoont de Raad van Bestuur van de ECB sinds eind 2013 in de inleidende verklaring die volgt op de monetairbeleidsvergadering niet alleen het belang van begrotingsconsolidatie, maar ook dat de samenstelling ervan groeivriendelijk moet zijn. In latere verklaringen heeft de Raad erop gewezen dat het begrotingsbeleid het economisch herstel mee moet ondersteunen, meer bepaald wanneer er budgettaire ruimte beschikbaar is.

Wat zegt de economische theorie over een grotere stabiliserende rol voor het begrotingsbeleid?

De vóór de crisis bestaande conventionele visie kende het discretionair begrotingsbeleid geen belangrijke rol toe in het kader van de macro-economische stabiliteit; daar is sedert de crisis verandering in gekomen. Vooral in extreme situaties kan een zekere mate van discretionair begrotingsbeleid ter ondersteuning van de geaggregeerde vraag voordelen bieden. Zoals hierboven reeds is aangegeven, kan een begrotingsstimulus in een diepe recessie immers een groter positief effect hebben op de economische bedrijvigheid. In studies wordt vooral beklemtoond dat de begrotingsmultiplator op korte termijn groter kan zijn wanneer, vergeleken met normale periodes, het monetair beleid op grenzen stuit. De recente bevindingen onderbouwen aldus de reeds tot Keynes teruggaande ideeën over het belang van een begrotingsexpansie wanneer de centrale bank haar beleid niet verder kan versoepelen.

GRAFIEK 7 MONETAIRBELEIDSSTIMULUS



Bronnen: ECB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Het programma voor de aankoop van gedekte obligaties (CBPP3) ging van start in oktober 2014, het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa (ABSPP) in november 2014, het programma voor de aankoop van overheidsactiva (PSPP) in maart 2015 en het programma voor de aankoop van niet-financiële bedrijfsobligaties (CSPP) in juni 2016. De eerste reeks TLTRO's ging van start in september 2014 en de tweede reeks in juni 2016. In de grafiek is de som van beide weergegeven.

(1) Voor meer duiding over die niet-conventionele balansmaatregelen, zie de bespreking van het monetair beleid in het eurogebied in het Verslag van de Nationale Bank (NBB (2015) en NBB (2016)).

(2) Voor meer informatie over het verschil in werking tussen het traditioneel monetairbeleidsinstrument, namelijk de beleidsrente, en de nieuwe balansmaatregelen, zie Cordemans et al. (2016).

Aan de hand van een door Erceg en Lindé (2014) ontwikkeld model – gestileerd (dus vereenvoudigd) en gekalibreerd (dus gebaseerd op gekozen parameters die niet geschat, maar wel plausibel zijn) –, wordt hier de verschillende impact van een overheidsstimulus aangetoond (het gaat in het bijzonder om een tijdelijke stijging van de overheidsuitgaven met 1% bbp). Er zij opgemerkt dat in dit model de houdbaarheid van de overheidsfinanciën een gegeven is: de economische subjecten verwachten dat de overheid na de begrotingsstimulus opnieuw aanknoopt met overheidssaldi die de houdbaarheid van de schuld op langere termijn waarborgen. Het model sluit dus aan bij de conventionele visie vermits het begrotingsbeleid ‘passief’ is. Er zij tevens opgemerkt dat de modelsimulaties in eerste instantie dienen om in de diverse scenario’s de kwalitatieve verschillen in de omvang van de begrotingsmultiplicator te verklaren en niet om uitspraak te doen over de precieze grootte ervan.

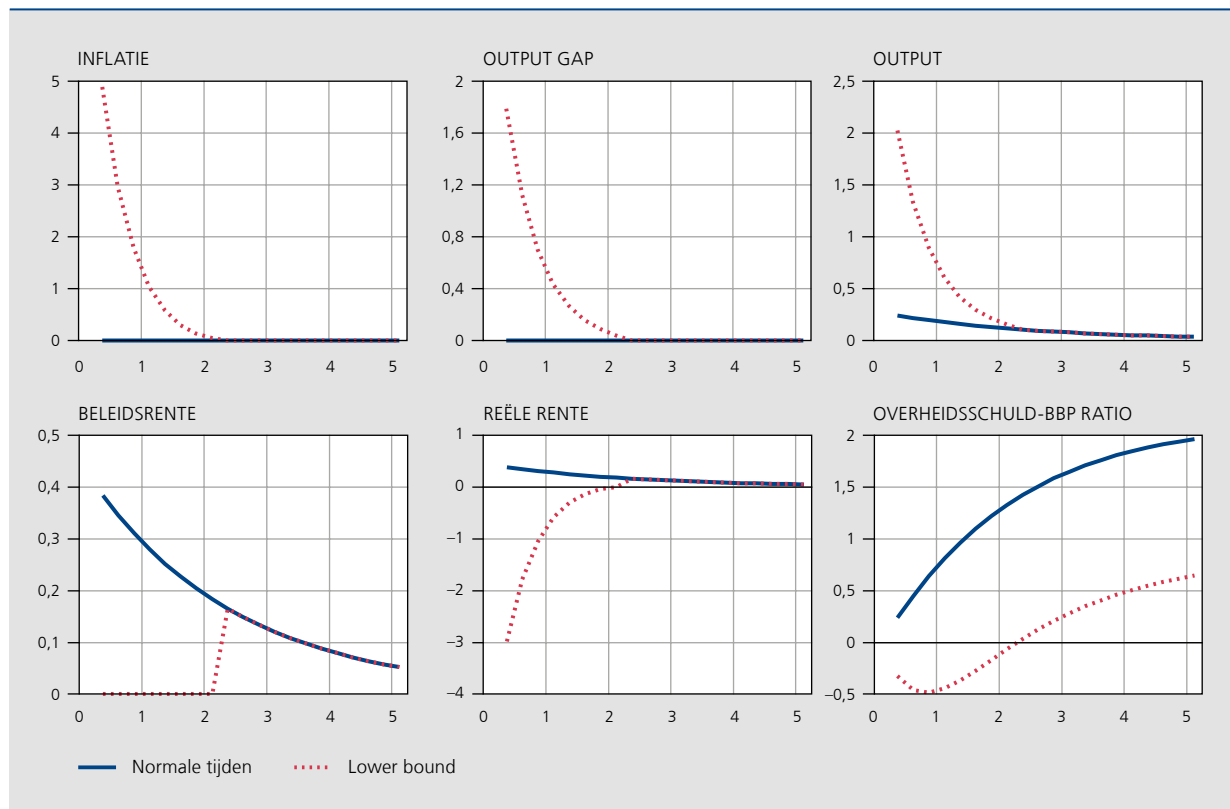
In normale tijden (zie de blauwe lijn in grafiek 8) bestrijdt de centrale bank het inflatoir effect van een begrotingsexpansie door de beleidsrente te verhogen. Zo stabiliseert ze de inflatie en de output gap. Aangezien eerstgenoemde onveranderd blijft, resulteert een hogere nominale rente in een hogere reële rente, wat de particuliere vraag afremt en

dus leidt tot een multiplicator die kleiner is dan 1. Specifiek verkrijgt men hier een impactmultiplicator van 0,2 (zie de illustratie rechts bovenaan). Een negatieve vraagschok die de economische bedrijvigheid en de inflatie onder een dermate negatieve druk plaatst dat de beleidsrente op haar ondergrens (‘lower bound’) stuit, wijzigt de impact van een begrotingsexpansie evenwel drastisch. In de simulatie belet de recessie de centrale bank twee jaar lang haar nominale rente te verhogen⁽¹⁾. Het inflatoir effect van de begrotingsstimulus drukt in dit scenario de reële rente, wat de particuliere consumptie en de investeringen stimuleert en dus resulteert in een begrotingsmultiplicator van meer dan 1 (hier bedraagt deze 2 bij impact, zie opnieuw de illustratie rechts bovenaan). Hoe langer de centrale bank gebonden blijft door de lower bound (dus hoe dieper de recessie) en hoe krachtiger de inflatierespons, des te hoger de multiplicator. Complexere modellen waarin onder meer rekening wordt gehouden met huishoudens en/of ondernemingen met liquiditeits- of kredietbeperkingen leveren nog hogere multiplicatoren op.

Een hogere multiplicator in slechte tijden betekent ook dat een begrotingsexpansie de overheidsschuldgraad niet

(1) De beschouwde begrotingsexpansie verandert in deze simulatie niets aan die duurtijd.

GRAFIEK 8 IMPACT OVER VIJF JAAR VAN EEN TIJDELIJKE STIJGING IN DE OVERHEIDSUITGAVEN



Bron: Erceg en Lindé (2014).

noodzakelijk doet stijgen, integendeel (zie de illustratie rechts onderaan). Vergeleken met normale tijden zou een even grote stimulus in slechte tijden immers hogere belastingontvangsten genereren, drukken de lagere rentelasten de overheidsuitgaven en reduceert het positieve effect op het bbp de schuld-bbp ratio. Hoewel niet beschouwd in dit model, kan een begrotingsexpansie ook ten goede komen aan de financiële stabiliteit, althans indien ze het vertrouwen in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën niet in gevaar brengt. Is de begrotingsexpansie omvangrijk, dan kan ze de periode waarin de centrale bank zich door de lower bound beperkt weet, immers verkorten en, derhalve, de uitstap uit de lagerenteomgeving⁽¹⁾ vervroegen.

Het model van Erceg en Lindé (2014) is in feite een model dat de consensusvisie belichaamt: de centrale bank waakt op actieve wijze over de prijsstabiliteit (en aldus ook over de macro-economische stabiliteit in brede zin), terwijl het (discretionair) begrotingsbeleid op passieve wijze de schuldratio onder controle houdt. Recentelijk heeft de consensusvisie dan ook genuanceerd dat in uitzonderlijke situaties, zoals een lower bound omgeving, het begrotingsbeleid ook kan worden ingezet om de macro-economische stabiliteit mee te garanderen zonder daarbij de doelstelling van duurzame overheidsfinanciën uit het oog te verliezen. De monetaire-budgettaire theorie, waarin die rolverdeling in principe niet vaststaat, kende in een lower bound omgeving van meet af aan een zelfs dominante stabiliserende rol toe aan het begrotingsbeleid. Het mechanisme werkt evenwel anders: veeleer dan via discretionaire begrotingsstimuli waarvan wordt verwacht dat ze in de toekomst zullen worden teruggeschroefd, betreft het hier een meer radicale rol voor het begrotingsbeleid. Het zou een krachtige impuls moeten geven die er expliciet op gericht is de prijsstabiliteit te vrijwaren (zie Sims, 2016).

Volgens deze theorie is, in een lower bound scenario, de conventionele combinatie van een actief monetair beleid en een passief begrotingsbeleid immers niet realistisch. Het monetair beleid dreigt dan immers de facto passief te worden (de centrale bank kan haar beleidsrente niet verder verlagen, of nog, in een situatie van overvloedige liquiditeit heeft extra M geen effect meer op het prijspeil in vergelijking 1, zie grafiek 3) en het is niet langer in staat de prijsstabiliteit te vrijwaren⁽²⁾. Wordt de budgettaire overheid eveneens als passief gepercipieerd, dan kan de economie zich op een onstabiel pad begeven omdat een dergelijke passieve beleidscombinatie een deflatoire spiraal (die verschillende oorzaken kan hebben) moeilijk een halt kan toeroepen. Het passieve karakter van de budgettaire overheid impliceert namelijk dat een stijgende reële schuld (het prijspeil daalt immers) gepaard dient te gaan

met oplopende primaire overschotten (vergelijking 2 blijft aldus een gelijkheid, zie grafiek 3). Sims (1999) stelt dat, in een dergelijke deflatoire depressie – waarin ongetwijfeld ook de overheidsschuldratio's sterk zijn gestegen –, een strikte interpretatie van de oorspronkelijke SGP-regels een dergelijk passief begrotingsbeleid precies zou opleggen. Prijsstabiliteit in het monetaire-budgettaire raamwerk vereist daarentegen net een geloofwaardige switch naar een actief begrotingsbeleid op het ogenblik dat het monetair beleid niet langer voldoende actief kan werken: de overheid moet de primaire overschotten afbouwen zonder dat daar in de toekomst een volledige consolidatie tegenoverstaat. Indien zulks door de private sector als geloofwaardig wordt gepercipieerd, brengt dat de deflatoire tendens tot stilstand en helpt het hogere prijspeil de reële schuld te stabiliseren.

In een lower bound omgeving is dus blijkbaar wel degelijk een rol weggelegd voor discretionaire begrotingsstimulus. Toch is een zekere mate van nuancering en voorzichtigheid geboden.

Enkele nuanceringen

Om te beginnen, heeft de crisis de discussie over de (in normale tijden veeleer kleine) omvang en, in mindere mate, het (veelal positieve) teken van de begrotingsmultiplicator op korte termijn niet beslecht. Tal van factoren spelen daarbij een rol – met name de monetairbeleidskoers, maar bijvoorbeeld ook de positie in de economische cyclus, de samenstelling en de duur van de begrotingsmaatregelen en de initiële schuldpositie⁽³⁾. Voor landen met een hoge schuldgraad kan de multiplicator aldus lager en mogelijk zelfs negatief uitvallen. De overheden van de meeste eurolanden blijven dus met de moeilijke evenwichtsoefening geconfronteerd tussen, enerzijds, het vrijwaren van de solvabiliteit en, anderzijds, het garanderen van de macro-economische stabiliteit. Zeker in geval van beperkte budgettaire ruimte komt het er dan vooral op aan intelligente maatregelen te nemen. Zo zou een groeivriendelijke maar begrotingsneutrale verandering in het overheidsbudget aan de uitgavenzijde kunnen bestaan in een verschuiving van de niet-productieve uitgaven naar de overheidsinvesteringen. De multiplicator van deze laatste is doorgaans groot en kan bovendien nog stijgen in een omgeving die wordt gekenmerkt door een lage rente en een onderbezetting van de productiecapaciteit.

(1) Voor een overzicht van de risico's die de lagerenteomgeving voor de financiële stabiliteit impliceert, zie bijvoorbeeld Boeckx *et al.* (2015).

(2) Er zij opgemerkt dat in de monetaire-budgettaire theorie geen rekening wordt gehouden met de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen die de centrale bank in staat stellen de lange rente te blijven sturen en dus extra stimulus te verschaffen aan de economie.

(3) Voor een overzicht van de impact van de diverse begrotingsinstrumenten, zie bijvoorbeeld Nautet *et al.* (2014) en Checherita-Westphal *et al.* (2015).

Voorts beklemtoont de monetaire-budgettaire theorie dat het louter nemen van expansieve begrotingsmaatregelen op zich niet noodzakelijk stimulerend is. De verwachtingen (en bijgevolg ook de communicatie vanwege de overheid) ten aanzien van het toekomstig pad van de primaire overheidssaldi zijn even cruciaal opdat een budgettaire interventie het gewenste effect zou sorteren. Indien de beleidsmakers wensen dat een schuldtoename het prijspeil doet toenemen, moeten ze op geloofwaardige wijze communiceren dat tegenover die begrotingsexpansie geen toekomstige consolidatie staat en dat het monetair beleid de daaruit volgende versnelling van de inflatie in de richting van haar doelstelling (die op haar beurt de schuldratio helpt te stabiliseren) zal tolereren.

Een voorbeeld uit de wereld van de aandelenmarkten illustreert hoe cruciaal communicatie is in het bepalen van het resultaat van een actie (zie Cochrane, 2011 en 2014). Wil een bedrijf de koers van zijn aandelen drukken om de verhandelbaarheid ervan te vergroten, dan kondigt het een aandelensplitsing aan. Zo stijgt het aantal aandelen zonder dat zulks de verwachte of door het bedrijf vooropgestelde inkomstenstroom verandert. Het bedrijf is daar in zijn communicatie met de marktdeelnemers zeer transparant over en de prijs per aandeel zal op perfect voorspelbare wijze dalen. Vertaald naar het begrotingsbeleid en vergelijking 2 (zie grafiek 3), blijft het rechterlid onveranderd (er is geen toekomstige begrotingsconsolidatie aangekondigd), zodat een nominale schuldtoename het prijspeil doet stijgen en de reële waarde van de overheidsschuld, net als bij een aandelensplitsing, ongewijzigd blijft. Wil een bedrijf echter via de uitgifte van nieuwe aandelen reële middelen binnenhalen, dan tracht het te voorkomen dat de prijs van zijn aandelen zou dalen; een dergelijke daling zou immers een verwatering betekenen voor de bestaande aandeelhouders. Daartoe tracht het een aandelenuitgifte te plaatsen ter waarde van de opbrengsten die dat nieuwe kapitaal naar verwachting zal genereren. Ook daar probeert het de beleggers via een passende communicatie van te overtuigen. In termen van vergelijking 2 en het begrotingsbeleid, stijgt het rechterlid proportioneel met de toename van de overheidsschuld. Het prijspeil verandert dan ook niet. Simplistisch gesteld, schrijft de monetaire-budgettaire theorie voor dat wanneer de centrale bank niet langer ten volle een actief monetair beleid kan voeren en de prijsstabiliteit in het gedrang komt, de overheid veeleer tot een 'overheids-schuldensplitsing' dan tot een 'overheidsschuldenuitgifte' moet besluiten.

Ten slotte waarschuwt de monetaire-budgettaire theorie voor de gevaren verbonden aan een bovenmatige begrotingsinflatie. Een dergelijke inflatie kan plots ontstaan louter op basis van een neerwaartse herziening van de

verwachtingen ten aanzien van de primaire overschotten en dus zonder dat er reeds additionele overheidstekorten tot stand zijn gekomen. Hoewel in de huidige context extra inflatie welkom is, leert de negatieve ervaring met schuldmonetisering dat 'te veel' nefast is. Cochrane (2014) stelt dan ook dat een duidelijke communicatie vanwege de overheid (idealiter in samenspraak met de centrale bank) over het pad van de budgettaire saldi uitermate belangrijk is om de marktverwachtingen adequaat te sturen, zodat het begrotingsbeleid de gewenste invloed uitoefent op de economische bedrijvigheid en de inflatie. Dit zou echter een grondige aanpassing van het institutioneel kader vereisen. In het eurogebied is een dergelijke coördinatie bovendien absoluut niet voor de hand liggend omdat het monetair beleid, dat wordt bepaald op niveau van het eurogebied, zich geconfronteerd ziet met negentien nationale budgettaire autoriteiten en niet met één federale budgettaire overheid. In de volgende paragraaf wordt nagegaan hoe het institutioneel kader van het eurogebied de huidige beleidsmix beïnvloedt en welke pistes voor verandering worden overwogen.

2.3 Het Europees institutioneel kader en een optimale beleidsmix

De monetaire-budgettaire theorie schrijft voor dat prijsstabiliteit (en bijgevolg dus ook de macro-economische stabiliteit) steeds een – op z'n minst impliciete – coördinatie vraagt tussen de monetaire en de budgettaire autoriteit. Het Europees institutioneel kader heeft dit inzicht niet naast zich neergelegd maar het past het evenmin optimaal toe. Dat kader was immers louter gecreëerd met het oog op het afwenden van een té hoge inflatie; het was met andere woorden evenmin als de conventionele visie voorbereid op een scenario van te lage inflatie en een lower bound. Hieronder wordt nagegaan op welke manier enkele kenmerken van het budgettaire governancekader interageren met het monetair beleid: de overheersende aandacht voor het veiligstellen van duurzame begrotingsposities veeleer dan macro-economische stabiliteit (althans in theorie), een perceptie van asymmetrie en de nog steeds louter nationale focus zodat een gepaste begrotingskoers ('fiscal stance') voor het eurogebied moeilijk te implementeren valt.

Focus op duurzame overheidsfinanciën

Wanneer de centrale bank voor een te hoge inflatie vreest, moeten disciplinerende begrotingsregels een gepast gedrag van de nationale overheden waarborgen. Zoals reeds uiteengezet, wijst de monetaire-budgettaire theorie er echter op dat die regels niet noodzakelijk tot

een gewenste reactie leiden wanneer te lage inflatie een bekommernis wordt en het monetair beleid zijn grenzen nadert. Het is dan ook bemoedigend dat het SGP een rol weggelegd ziet voor het begrotingsbeleid in het ondersteunen van de economie, zij het onder de strikte voorwaarde dat dit de overheidsfinanciën niet in gevaar brengt.

Eenzijds krijgen landen die over budgettaire ruimte beschikken, geen stimulusbeperkingen opgelegd en, anderzijds, bieden de regels voor landen met weinig of geen budgettaire ruimte ook een zekere mate van flexibiliteit. Zo is de referentiewaarde voor het overheidstekort van toepassing op het financieringssaldo en niet op het primair saldo. In een lagerenteomgeving waarin de overheden hun rentelasten zien dalen, betekent dit dus ook dat overheden meer stimulusmarge hebben vooraleer ze de referentiewaarde overschrijden. Dat is een voorschrift in overeenstemming met de monetaire-budgettaire theorie die inderdaad suggereert de door de lagere rentelasten vrijgekomen ruimte te spenderen aan geringere primaire overschotten. Daarnaast introduceerde de SGP-hervorming van 2005 het concept van een middellangetermijndoelstelling (MTO). Aanpassingen in het saldo in de richting van die doelstelling worden gevraagd in structurele termen – met uitzondering dus van cyclische effecten en eenmalige factoren. Zo wordt de voortgang naar een duurzame overheidsschuldgraad verzekerd en wordt terzelfder tijd enige vraagondersteuning mogelijk aangezien de automatische stabilisatoren vrij kunnen spelen en er dus in slechte tijden minder inspanningen zijn vereist. Vermits ook het structurele saldo de rentelasten omvat, wordt ook in dit geval getolereerd dat lagere rentelasten leiden tot minder ambitieuze doelstellingen inzake het primair saldo. Meer recentelijk heeft de hervorming van 2011 voorzien in een algemenere ontsnappingsclausule uit de budgettaire aanpassingsvereisten. Landen kunnen die clausule inroepen wanneer hun economie wordt getroffen door een ongewone gebeurtenis waar ze geen vat op hebben. Voorts werd, voor landen die onder het preventieve luik van het SGP vallen, de toepassing van de begrotingsregels in 2015 versoepeld. Afhankelijk van de positie in de economische cyclus geeft een matrix op die manier aan dat er in slechte tijden minder inspanningen moeten worden geleverd zonder dat de regels worden overtreden. Onder het corrigerende luik van het SGP kunnen landen dan weer verzoeken om uitstel van de deadline waartegen ze hun buitensporig begrotingstekort moeten wegwerken.

De sedert de crisis verruimde mogelijkheid om rekening te houden met stabiliteitsoverwegingen vergroot echter ook het risico dat lidstaten zonder budgettaire ruimte toch toestemming krijgen om meer uit te geven, terwijl

landen mét budgettaire ruimte de geaggregeerde vraag niet ondersteunen. De vraag rijst dus of het door het SGP beoogde evenwicht tussen schuldduurzaamheid op lange termijn en stabilisatie op korte termijn, in de praktijk (verder) is uitgehold, maar ook of landen met budgettaire ruimte moeten worden aangezet die ruimte te gebruiken zodat de begrotingskoers van het eurogebied als geheel expansiever wordt. Het volgende gaat dieper in op het laatste.

Asymmetrie en nationale focus

Ofschoon het SGP sedert de crisis is hervormd, blijft het gekenmerkt door een zekere asymmetrie – hoewel er voor landen die de doelstellingen overtreffen geen beperkingen worden opgelegd om te stimuleren, zijn er evenmin aanmaningen daartoe – en een strikt nationale focus – waardoor het begrotingsbeleid voor de muntunie in haar geheel louter de optelsom is van de individuele lidstaten en het dus niet direct gestuurd wordt. Als gevolg daarvan blijven bepaalde positieve spillovers tussen landen en beleidsdomeinen uit. De ECB (2016) wijst er ook op dat deze twee kenmerken van het SGP niet noodzakelijk optimale resultaten opleveren.

Beschouwen we bijvoorbeeld de saneringen die vrijwel ieder euroland vanaf eind 2010 ten uitvoer heeft gelegd (zie grafiek 9). Mogelijk gerechtvaardigd vanuit nationaal perspectief, vertraagde de gelijktijdige implementatie van de besparingsmaatregelen het economisch herstel⁽¹⁾. Met een begrotingsbeleid dat harder op de rem duwde, was het dan aan de ECB om die schokken op te vangen zodat de heropleving zich zou kunnen voortzetten.

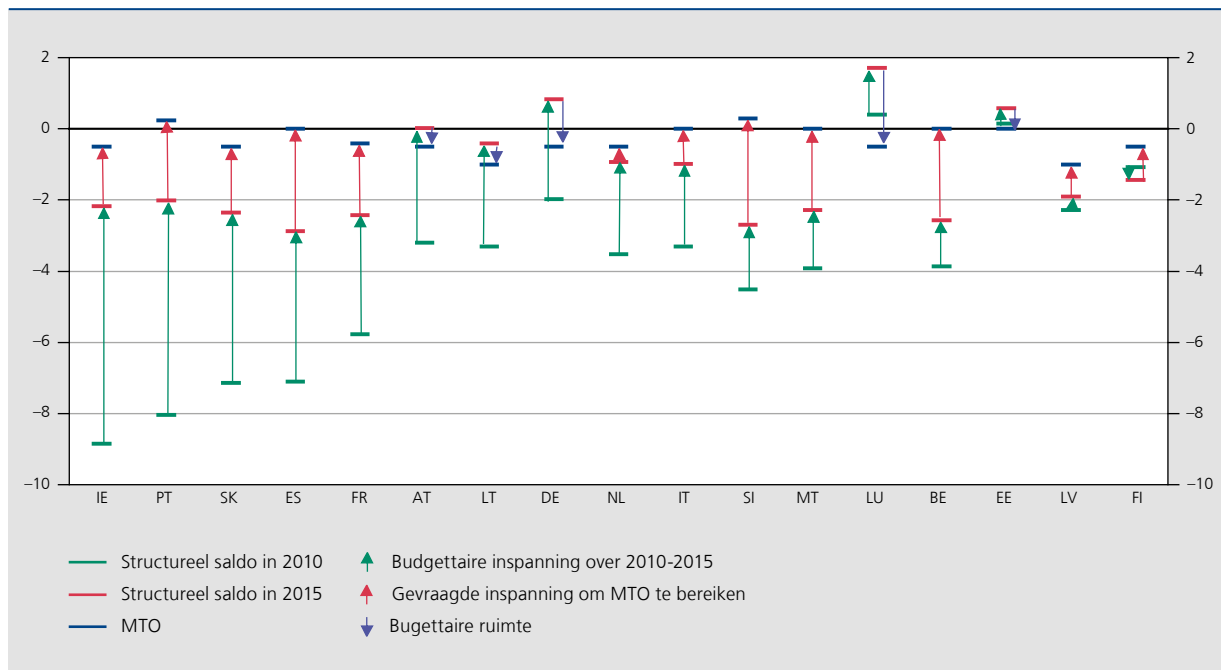
De sinds 2014 meer neutrale begrotingskoers voor het eurogebied lijkt dan weer gepast, maar de samenstelling ervan is daarom niet optimaal (zoals herhaaldelijk werd aangegeven door de Eurogroup)⁽²⁾. Landen met enige budgettaire ruimte wenden deze niet aan en zijn daar ook niet toe verplicht (concept van asymmetrie), terwijl landen zonder budgettaire ruimte de SGP-regels niet steeds naleven. Een betere coördinatie tussen landen lijkt dan ook wenselijk aangezien een begrotingsstimulus in de eerste groep het wegwerken van macro-economische en budgettaire onevenwichten in de overige lidstaten zou vergemakkelijken en de voorwaarden zou creëren om opnieuw met prijsstabiliteit aan te knopen.

(1) Een studie van In't veld (2013) wijst aldus op de grote negatieve spillovers die de gelijktijdige tenuitvoerlegging van de consolideringsprogramma's in de eurolanden heeft meegebracht.

(2) Zie bijvoorbeeld, de verklaring van de Eurogroup betreffende de Draft Budgetary Plans voor 2016 op 23 november 2015

GRAFIEK 9 ASYMMETRISCHE BEGROTINGSREGELS

Structurele saldi en MTO's⁽¹⁾ (in % potentieel bbp)



Bron: EC.

(1) De landen zijn gerangschikt volgens de omvang van de over de periode 2010-2015 opgetekende budgettaire verbetering. Griekenland en Cyprus werden niet opgenomen aangezien het eerstgenoemde land nog onderworpen is aan een aanpassingsprogramma en het laatstgenoemde een dergelijk programma nog maar recentelijk beëindigd heeft. MTO's zijn de nieuwe MTO's zoals vastgelegd in de beoordeling van de Stabiliteitsprogramma's van 2016 en goedgekeurd door de EC.

Zo tonen Blanchard *et al.* (2016) aan dat, in een lower bound context, een toename van de overheidsuitgaven in de eurolanden die over meer budgettaire ruimte beschikken, een positief effect heeft op hun output en inflatie als ook op die van de landen die zwaarder door de crisis werden getroffen. Concreet zou een stimulus in de kernlanden ten belope van 1% bbp van de muntunie, de output in de kernlanden met bijna 3% doen toenemen en met iets meer dan 1% in de meer kwetsbare landen. Vanwege de lower bound doet de begrotingsstimulus de reële rente in de beide regio's immers dalen. De economische bedrijvigheid in de kwetsbare landen wordt bovendien ondersteund door een hogere netto-uitvoer als gevolg van de ruilvoetverslechtering en de levendiger binnenlandse vraag in de sterkere landen. Arce *et al.* (2015) vinden eveneens dat in een lower bound omgeving een tijdelijke stijging van de overheidsuitgaven in de sterkere lidstaten aanzienlijke positieve spillovers heeft op de kwetsbare landen. Vult het monetair beleid die begrotingsstimulus bovendien aan met een beleid van forward guidance – de centrale bank kondigt met andere woorden aan haar beleidsrente op een ietwat later tijdstip op te trekken dan wat de standaardbeleidsregels voorschrijven –, dan wordt het reeds positieve effect van de nationale maatregelen nog versterkt.

Ook al blijven de hierboven beschreven spillovereffecten – met name via de handelsrelaties – beperkt, dan nog geeft een begrotingsstimulus op geaggregeerd niveau een positief signaal af. De budgettaire expansie geeft immers aan dat het eurogebied in staat en bereid is alle beleidsdomeinen in te schakelen om de macro-economische stabiliteit te vrijwaren.

De begrotingskoers van de muntunie in haar geheel en de samenstelling ervan, evenals de wisselwerking met andere beleidsdomeinen, vereisen dus meer aandacht. De oprichting van een Europese Budgettaire Raad zoals uiteengezet in het Five Presidents' Report (EC, 2015), is een eerste stap in die richting. Initieel krijgt de Raad een rol toegekend in het adviseren van de Europese Commissie over de gepastheid van de begrotingskoers in de lidstaten alsook in de muntunie. Zodoende zou het geaggregeerd begrotingsbeleid ook beter kunnen aansluiten bij het monetair beleid dat de ECB voor het eurogebied uitstippelt en tevens de budgettaire inspanningen tussen de landen beter kunnen verdelen. Het Five Presidents' Report ambiëert echter meer: op langere termijn worden de creatie van een schatkist voor het eurogebied en een centrale macro-economische stabilisatiefunctie voorgesteld. De creatie

van dergelijke centrale budgettaire beleidsinstrumenten zou er aldus moeten voor zorgen dat idiosyncratische schokken beter worden opgevangen en dat de geaggregeerde begrotingskoers gepast wordt gestuurd. Dat moet ertoe bijdragen om, in het licht van een integrale analyse van het monetair en het begrotingsbeleid, een efficiëntere macro-economische beleidsmix tot stand te brengen.

Conclusie

De crisis heeft de talrijke wisselwerkingen tussen het monetair en het begrotingsbeleid duidelijk aangetoond. Nadat het Eurosysteem in 2012, als reactie op de overheidsschuldencrisis, reeds had aangekondigd bereid te zijn gericht op de overheidsobligatiemarkten te intervenieren teneinde de onomkeerbaarheid van de euro te vrijwaren, heeft het, als reactie op de ondermaatse inflatie, een grootschalig programma opgezet voor de aankopen van overheidspapier. De rol die aan het begrotingsbeleid wordt toegekend om de overcapaciteit in de economie weg te werken en aldus ook de terugkeer van de inflatie naar 2 % te bewerkstelligen, is een ander voorbeeld van de interactie tussen de beide, in principe onafhankelijke, beleidsdomeinen. Terwijl na de overheidsschuldencrisis vooral gefocust werd op het terugdringen van de begrotingstekorten, rijst vandaag immers ook de vraag hoe een gepaste begrotingskoers voor de muntunie in haar geheel kan bijdragen aan een sneller herstel en aan een inflatie die opnieuw in overeenstemming is met de doelstelling van de centrale bank.

Door enkele inzichten uit de academische literatuur en de ervaring tijdens de crisisjaren in het eurogebied te combineren, beoogt dit artikel een – zij het niet exhaustief – overzicht te geven van hoe het monetair en het begrotingsbeleid samen het verloop van de belangrijke macro-economische grootheden bepalen.

Volgens de conventionele visie dient de prijsstabiliteit te worden gevrijwaard door het monetair beleid dat daartoe over alle instrumenten beschikt. Het begrotingsbeleid

draagt daaraan bij door de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te garanderen. Beide beleidsdomeinen mikken echter enkel op hun eigen doelstelling: ze kunnen of mogen elkaar niet te hulp komen. Deze visie werd ook vertaald in het oorspronkelijk Europees institutioneel kader waarin een onafhankelijke centrale bank, een sluitend verbod op monetaire financiering en strikte begrotingsregels gericht op het vermijden van ontsporende overheidsfinanciën sleutelementen zijn.

In de literatuur rond de zogenoemde 'fiscal theory of the price level' (die we in dit artikel aanduiden met de meer omvattende term 'monetaire-budgettaire theorie') is deze conventionele visie echter slechts één van de mogelijke beleidsconstellaties. Deze theorie laat immers ruimte voor een brede waaier van gedragingen voor zowel het begrotings- als het monetair beleid. Daarom pleit ze voor een gezamenlijke analyse van de twee beleidsdomeinen. Aangezien een dergelijke integrale analyse in de conventionele visie en ook in de institutionele architectuur van de muntunie grotendeels ontbrak, stelde de crisis, tijdens welke de centrale bank over minder manoeuvreerruimte beschikte om de rente verder te verlagen en de overheden hun liquiditeitsproblemen zagen omslaan in solvabiliteitsproblemen, de beide beleidsdomeinen dan ook op de proef. Het monetair en het begrotingsbeleid bleken onafhankelijk maar ook meer verbonden; een holistischer benadering leidde tot nieuwe inzichten.

Hoewel dankzij diverse beleidsinitiatieven vooruitgang is geboekt – de OMT's werden bijvoorbeeld goedgekeurd en de nieuw opgerichte Europese Budgettaire Raad moet helpen om voor de individuele landen, maar ook voor de muntunie een gepaste begrotingskoers uit te stippelen zodat het begrotingsbeleid beter bij het monetair beleid kan aansluiten –, zou de Economische en Monetaire Unie baat hebben bij verdere stappen in de richting van een begrotingsunie, zoals uiteengezet in het Five Presidents' Report. Een integrale analyse van het monetair en het begrotingsbeleid kan helpen om de daarin opgelijste voorstellen op efficiënte wijze om te zetten in concrete maatregelen.

Bibliografie

Alesina A. en S. Ardagna (2010), 'Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending', in *Tax Policy and the Economy*, NBER, 24, 35-68.

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

Arce O., S. Hurtado en C. Thomas (2015), *Policy spillovers and synergies in a monetary union*, Banco de España, Working Paper 1540.

Aucremanne L., J. Boeckx en O. Vergote (2007), 'Rentebelid versus geldbasisbelid: gevolgen voor de centrale-bank-balans', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 19-28.

Auerbach A. en Y. Gorodnichenko (2012), 'Measuring the output responses to fiscal policy', *American Economic Journal – Economic Policy*, 4, 1-27.

Baldwin R. en F. Giavazzi (2015). *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions*, VoxEU eBook.

Bernanke B. S. (2004), *The great moderation*, Speech at the meeting of the Eastern Economic Association, Washington DC, 20 February.

Blanchard O. en J. Galí (2007), 'Real wage rigidities and the New Keynesian Model', *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 35-65.

Blanchard O., G. Dell'Ariccia en P. Mauro (2010), 'Rethinking macroeconomic policy', *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 199-215.

Blanchard O. en D. Leigh (2013), 'Growth forecast errors and fiscal multipliers', American Economic Association, *American Economic Review*, 103(3), 117-120.

Blanchard O., C. J. Erceg en J. Lindé (2016), '*Jump starting the euro area recovery: would a rise in core fiscal spending help the periphery?*', NBER Macroeconomics Annual 2016, 31.

Boeckx J., P. Ilbas, M. Kasongo Kashama, M. de Sola Perea en Ch. Van Nieuwenhuyze (2015), 'Wisselwerking tussen het monetair en macroprudentieel beleid', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-29.

Checherita-Westphal C., P. Hernández de Cos en T. Warmedinger (2015), *Fiscal multipliers and beyond*, ECB, Occasional Paper Series 162.

Christiano L. J., M. Eichenbaum en C. Evans (2011), 'When is the government spending multiplier large?', *Journal of Political Economy*, 119(1), 78-121.

Cochrane J. H. (2011), 'Understanding policy in the Great Recession: Some unpleasant fiscal arithmetic', *European Economic Review*, 55, 2-30.

Cochrane J. H. (2014), 'Monetary policy with interest on reserves', *Journal of Economic Dynamics and Control*, 49(C), 74-108.

Cordemans N., M. Deroose, M. Kasongo Kashama en A. Stevens (2016), 'Het abc van de kwantitatieve versoepeling, of een inleiding over de aankopen van activa door centrale banken', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 31-45.

Draghi M. (2014), *Unemployment in the EA*, Speech at the annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August.

- EC (2015), *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by J.-C. Juncker.
- ECB (2016), 'The euro area fiscal stance', *Economic Bulletin*, 4, 68-87.
- Eggertsson G.B. en P. Krugman (2012), 'Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach', *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3), 1469-1513.
- Erceg C. J. en J. Lindé (2014), 'Is there a fiscal free lunch in a liquidity trap?', *Journal of the European Economic Association*, 12(1), 73-107.
- in 't Veld J. (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery and core*, EC, Economic Papers 506.
- Leeper E. M. (1991), 'Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies', *Journal of Monetary Economics*, 27, 129-147.
- Leeper E. M. (2016a), *Real theory of the price level*, https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/file_uploads/Leeper_Background_3%20copy.pdf.
- Leeper E. M. (2016b), *Rethinking the central bank's mandate (and other things)*, Presentation at the Riksbank's conference on Rethinking the central bank's mandate, Stockholm, 3-4 June.
- Loyo E. (1999), *Tight money paradox on the loose: A fiscalist hyperinflation*, Harvard University.
- Melyn W., L. Van Meensel en S. Van Parys (2015), 'Europees governancekader inzake overheidsfinanciën: toelichting en evaluatie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 81-108.
- Mersch Y. (2016), *Monetary policy in the euro area: Scope, principles and limits*, Keynote speech at the Natixis Meeting of Chief Economists, Paris, 23 June.
- Nautet M, R. Schoonackers, P. Stinglhamber en L. Van Meensel (2014), 'Zijn de overheidsuitgaven de sleutel tot een succesvolle sanering?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 31-47.
- NBB (2015), *Verslag 2014*.
- NBB (2016), *Verslag 2015*.
- Praet P. (2015), *Public sector security purchases and monetary dominance in a monetary union without a fiscal union*, Speech at the Conference: The ECB and Its Watchers XVI, Frankfurt am Main, 11 March.
- Sargent T.J. en N. Wallace (1981), 'Some unpleasant monetarist arithmetic', Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, Fall.
- Sims C.A. (1999), 'The precarious fiscal foundations of EMU', DNB, *De Economist*, 147(4), 415-436.
- Sims C.A. (2012), 'Gaps in the institutional structure of the euro area', Banque de France, *Financial Stability Review*, 16, 217-222.
- Sims C.A. (2016), *Fiscal policy, monetary policy and central bank independence*, Speech at the annual central bank symposium in Jackson Hole, 26 August.
- Taylor J.B. (1999), *A historical analysis of monetary policy rules*, NBER Working Paper 6768.
- Woodford M. (2011), 'Simple analytics of the government spending multiplier', *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(1), 1-35.

De vermogensverdeling in België: eerste resultaten van de tweede golf van de Household Finance and Consumption Survey (HFCS)

Ph. Du Caju^(*)

Inleiding

De totale financiële activa en passiva van de huishoudens kunnen worden afgeleid uit de financiële rekeningen, en hun totale reële activa kunnen worden geschat aan de hand van ramingen van het vastgoedbezit en de vastgoedprijzen. Die macro-economische informatiebronnen leren echter weinig of niets over de verdeling van het vermogen onder de huishoudens. Daarvoor zijn gegevens op gezinsniveau nodig. Om die reden organiseert het Household Finance and Consumption Network (HFCN) in de landen van het eurogebied een Household Finance and Consumption Survey (HFCS). Methodologische aspecten van de survey werden beschreven in HFCN (2013a) en uitgebreide internationale vergelijkingen werden nader toegelicht in HFCN (2013b). Over de werking van het HFCN, het organiseren van de HFCS in België en de resultaten van de eerste golf (2010) werd gerapporteerd in Du Caju (2013). De voorlopige resultaten van de tweede golf (uitgevoerd in 2014) van die enquête in België worden in dit artikel gebruikt om de structuur en de verdeling van het gezinsvermogen te analyseren. Daarbij wordt een vergelijking gemaakt met de Belgische resultaten van de eerste golf. De internationale resultaten van de tweede golf zijn nog niet beschikbaar; een gemeenschappelijk rapport van het HFCN is gepland voor eind 2016.

Dit artikel bestaat uit drie hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk worden de inhoud en de organisatie van de HFCS behandeld. De vermogensenquête over de financiële situatie van de huishoudens wordt summier geschetst en de inhoud van de gegevens wordt toegelicht. Het tweede hoofdstuk is gewijd aan de samenstelling van de activa en passiva van de huishoudens. Daarbij wordt een onderscheid gemaakt tussen reële en financiële activa. De HFCS hanteert een ruime definitie van reële en financiële activa van de huishoudens, en vraagt de huishoudens telkens 1) of ze een bepaald actief bezitten en 2) hoeveel dat actief waard is. De enquête leert dus niet alleen iets over de participatiegraad (het bezit door de huishoudens van de verschillende beleggingsinstrumenten), maar ook over de waardering van die beleggingen. Het derde en laatste hoofdstuk rondt het geheel af met een analyse van het nettovermogen van de huishoudens. Daarbij wordt speciaal aandacht geschonken aan de verdeling van dat vermogen over de huishoudens, en wordt een vergelijking gemaakt met de verdeling van de inkomens. Het besluit bevat de eerste conclusies die uit de tweede golf van de HFCS in België kunnen worden getrokken.

1. De Household Finance and Consumption Survey

In 2008 besloot de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB) een enquête te organiseren naar het financieel gedrag van de huishoudens (Household Finance and Consumption Survey, HFCS) in het

^(*) De auteur dankt Laurent Van Belle voor de samenwerking bij het organiseren van de HFCS en voor de statistische verwerking van de gegevens.

eurogebied. Daartoe werd een specifiek onderzoeksnetwerk (Household Finance and Consumption Network, HFCN) opgericht. Dat netwerk bestaat uit onderzoekers, statistici en enquêtespecialisten van de ECB, de nationale centrale banken, bepaalde nationale statistische instituten, en externe consultants. De Nationale Bank van België is verantwoordelijk voor de Belgische HFCS.

De HFCS is bedoeld om de bestaande macro-economische gegevens uit de financiële rekeningen aan te vullen met micro-economische informatie op het niveau van de individuele huishoudens, om specifiek wetenschappelijk onderzoek te verrichten en beleidsrelevante analyse te ondernemen, en om inzicht te verwerven in de verdelingsaspecten van activa en passiva. De HFCS is ontworpen ter ondersteuning van de beleidsanalyse van de Bank en het Eurosysteem inzake het monetair en macroprudentieel beleid. Gegevens die de heterogeniteit van de sector huishoudens weergeven, zoals ze door de HFCS worden verstrekt, kunnen bestaande macro-economische en financiële statistieken aanvullen met verdelingsgegevens (bv. over de asymmetrie in de vermogensverdeling). Als dusdanig maken HFCS-gegevens een gedragsanalyse mogelijk van specifieke, voor het beleid bijzonder belangrijke subgroepen van de huishoudens: bv. de laagste of hoogste inkomens- en vermogensdecilen, huishoudens met een bovenmatige schuldenlast, of huishoudens met kredietbeperkingen.

In België wordt de enquête georganiseerd door de Bank; er is geen rechtstreekse betrokkenheid van een statistisch instituut⁽¹⁾, zoals dat wel het geval is in enkele andere landen. Binnen de Bank werken de Departementen Studiën en Algemene Statistiek nauw samen in het kader van de algemene organisatie van de enquête en ten behoeve van de verwerking en analyse van de resultaten. Het veldwerk, dat betekent het eigenlijk verzamelen van de informatie door face-to-face-interviews bij huishoudens, wordt bij openbare aanbesteding toevertrouwd aan een extern enquêtebureau, met een follow-up door de Bank.

De HFCS verstrekt gedetailleerde gegevens op het niveau van de huishoudens over verschillende aspecten van hun vermogenspositie (reële en financiële activa en passiva) en enkele daarmee verband houdende variabelen, waaronder het inkomen en de demografische kenmerken. De HFCS-vragenlijst is vrij uitgebreid. De vragen worden beantwoord door de persoon die het best op de hoogte is van de financiële situatie van het huishouden. Er zij op gewezen dat de HFCS de waarde van de activa en passiva

registreert zoals de huishoudens die zelf inschatten. De enquêteurs moedigen de huishoudens ertoe aan om, waar nuttig en mogelijk, documenten te raadplegen zoals bankafschriften, belastingaangiften enz. Dat is uiteraard niet altijd mogelijk voor alle activa, bijvoorbeeld voor vastgoed. Die zelf ingeschatte waarde zal niet steeds noodzakelijk overeenstemmen met de werkelijke marktwaarde.

Het HFCN zorgt ervoor dat de HFCS in de landen van het eurogebied op een geharmoniseerde wijze wordt georganiseerd. Voor de eerste golf werden de interviews in de meeste landen, waaronder België (2 324 huishoudens), afgenomen in 2010 en werden de resultaten gepubliceerd in 2013. De tweede golf werd in de meeste landen – inclusief België (2 238 huishoudens) – uitgevoerd in 2014, en de publicatie van de resultaten is gepland voor eind 2016. Het is de bedoeling dergelijke enquêtes voortaan om de drie jaar te houden, met een derde golf in 2017 en de publicatie van de resultaten in 2019. Aangezien de gegevens voor andere landen nog niet beschikbaar zijn, en de resultaten voor België nog niet openbaar zijn, worden in dit artikel de grote lijnen geschetst op basis van voorlopige gegevens. Studies met nadere bijzonderheden over verschillende deelaspecten volgen later.

2. Samenstelling en verloop van het vermogen van de Belgische huishoudens

In dit hoofdstuk worden de samenstelling en de verdeling van de activa van de huishoudens geanalyseerd. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen reële en financiële activa. Daarbij worden de verschillende componenten beschouwd: welke huishoudens die activa aanhouden en hoeveel deze aangehouden activa waard zijn. Daarbij wordt nader ingegaan op de volgende aspecten:

- de participatiegraad: dat is het aandeel van de huishoudens (in procenten van de totale populatie van huishoudens) dat een bepaald vermogensbestanddeel aanhoudt. De participatiegraad geeft dus een zicht op de spreiding van de balansposten over de huishoudens;
- de conditionele mediaanwaarde: deze waarde beschouwt alleen de huishoudens die participeren in een bepaald vermogensbestanddeel en geeft voor die huishoudens de mediaanwaarde van dat bestanddeel in euro's weer. De mediaan (percentiel p50) is de waarde van een bepaalde variabele, zodat de helft van de huishoudens minder, en de andere helft méér bezit; de mediaan geeft dus de waarde weer voor een 'doorsnee' huishouden, in het midden van de distributie. De andere percentielwaarden (p1, ..., p99) tonen de waarde op andere plaatsen in de distributie;

(1) De Algemene Directie Statistiek en Economische Informatie (ADSEI) levert gedetailleerde demografische informatie aan op basis waarvan de Bank bij het Rijksregister een gestratificeerd steekproef uit het bevolkingsregister kan laten trekken. Zonder die medewerking kan onmogelijk een goede enquête worden uitgevoerd.

– de foutenmarge: die marge wordt hier gelijkgesteld aan tweemaal de standaardfout van de geschatte parameter (percentielwaarde), wat een betrouwbaarheidsinterval van bij benadering 95 % oplevert. De enquête maakt ramingen op basis van een staal van de populatie. Daar gaan steeds fouten mee gepaard. De foutenmarges worden groter naarmate het staal op basis waarvan een percentielwaarde van een variabele wordt geschat, kleiner wordt en naarmate de spreiding van die variabele groter is.

2.1 Reële activa

In de HFCS wordt, wat de reële activa betreft, een onderscheid gemaakt tussen vastgoed en andere reële bezittingen. Vastgoedeigendom bestaat in de eerste plaats uit de hoofdverblijfplaats van het huishouden (voor huiseigenaars) en daarnaast uit ander vastgoed. Het kan daarbij gaan om tweede verblijfplaatsen, vakantiewoningen of verhuurd vastgoed. Een van de unieke kenmerken van de HFCS is dat ze niet beperkt blijft tot vastgoed, maar dat ze ook andere reële bezittingen in aanmerking neemt. Een tweede categorie betreft voertuigen, in de eerste plaats auto's, maar bijvoorbeeld ook motorfietsen, boten, vliegtuigen en caravans. De HFCS peilt tevens een reeks waardevolle voorwerpen die deel kunnen uitmaken van het reëel vermogen van een huishouden. De enquête vraagt daarbij naar zaken zoals juwelen, kunst, antiek, ... en andere collecties die waardevol kunnen zijn. Een laatste belangrijke component van het reëel vermogen in de HFCS is zakelijke eigendom, dit zijn eigen niet-beursgenoteerde bedrijven, zoals zelfstandige zaken en familiebedrijven. Indien, bijvoorbeeld, een huishouden via een dergelijk bedrijf vastgoed aanhoudt, wordt de waarde geregistreerd bij

de totale waarde van het bedrijf, en niet bij het direct vastgoedbezit van het huishouden.

De overgrote meerderheid van de Belgische huishoudens (88,5 % in 2014) bezit reële activa. De voornaamste post op het reëel actief is de voornaamste verblijfplaats van het huishouden, namelijk de eigen woonst. In 2014 bezat, volgens de HFCS, 70,3 % van de Belgische huishoudens een eigen woonst. Voor het doorsnee gezin, binnen de groep van huishoudens die in België een eigen woonst bezitten, bedraagt de waarde van dat huis € 249 700 (conditionele mediaanwaarde), dat is vrijwel ongewijzigd sinds 2010 (€ 248 300).

Behalve de eigen woonst bezat 18,5 % van de huishoudens in België in 2014 nog ander vastgoed; dat was een toename ten opzichte van 2010 (16,4 %). De foutenmarges rond de mediaanwaarde (€ 176 800) voor dat ander vastgoed zijn relatief breed vanwege de ruime spreiding (van een bescheiden chalet tot meerdere opbrengsteigendommen) en het relatief kleine aantal observaties in het staal. Meer dan driekwart van de huishoudens bezit één of meerdere voertuigen. Wat het ondernemerschap betreft, geeft 8,5 % van de Belgische huishoudens aan een zelfstandige zaak te bezitten. De mediaanwaarde van die actiefpost bedroeg in 2014 € 55 500, tegen € 49 300 in 2010, opnieuw met een ruime foutenmarge vanwege de grote spreiding en het kleine aantal observaties. Tot slot maakt ongeveer 1 op 7 huishoudens melding van andere waardevolle voorwerpen als onderdeel van hun reële activa.

Al met al bleef het bezit van reële activa tussen de twee golven van de HFCS (2010 en 2014) vrij stabiel. Er was wel een duidelijke toename van de beleggingen in ander vastgoed, naast de eigen woonst van het huishouden. Deze

TABEL 1 REËLE ACTIVA
(participatie⁽¹⁾ en mediaanwaarde⁽²⁾)

	Reële activa	Eigen woonst	Ander vastgoed	Voertuigen	Waardevolle voorwerpen	Zelfstandige zaak
HFCS I (2010)	89,8 % 219,8 (14,1)	69,6 % 248,3 (9,5)	16,4 % 173,3 (29,4)	77,2 % 6,2 (1,2)	15,4 % 5,0 (2,7)	6,6 % 49,3 (30,1)
HFCS II (2014)	88,5 % 250,7 (11,6)	70,3 % 249,7 (1,4)	18,5 % 176,8 (29,1)	76,2 % 6,9 (1,0)	12,6 % 5,9 (2,1)	8,5 % 55,5 (48,2)

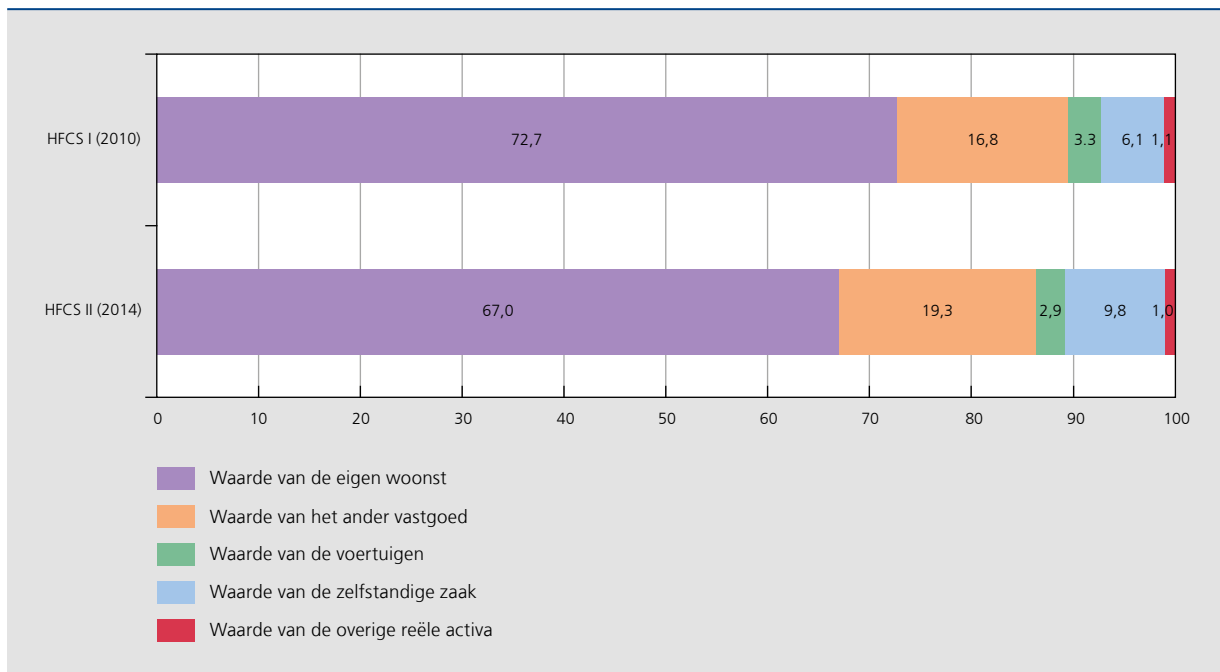
Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

(1) Participatiegraad in % van de huishoudens.

(2) Conditionele mediaanwaarde in € duizend, met de foutenmarge (tweemaal de standaardfout) in € duizend tussen haakjes.

GRAFIEK 1 SAMENSTELLING VAN DE REËLE ACTIVA VAN DE HUISHOUDENS

(procentueel aandeel in de totale waarde van de reële activa)



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

toegenomen belangstelling van de huishoudens voor beleggingen in ander vastgoed komt ook tot uiting in de samenstelling van hun reël vermogen. In hun portfolio werd het aandeel van ander vastgoed, naast de eigen woonst, tussen 2010 en 2014 groter. Het gewicht van dat vastgoed in de reële eigendom nam toe van 16,8 % tot 19,3 %. Een en ander kan het gevolg zijn van de lage-renteomgeving en van het middenoverschot bij de huishoudens die op zoek waren naar een veilige belegging.

2.2 Financiële activa

De financiële activa worden in de HFCS ruim opgevat, maar ze omvatten niet het baar geld. Het financieel actief bestaat in de eerste plaats uit deposito's: zichtrekeningen en spaar- en termijnrekeningen. Beleggingsfondsen omvatten alle beleggingen in gemeenschappelijke fondsen, ongeacht de onderliggende waarden van die fondsen (aandelen, obligaties, vastgoed, ...). De obligaties en kasbons waar in de HFCS rekening mee wordt gehouden, zijn individuele activa en dus niet de onderliggende waarden van gemeenschappelijke fondsen. Ze kunnen uitgegeven zijn door een staat, een bank of een andere onderneming. Net zoals voor de obligaties wordt in de HFCS een onderscheid gemaakt tussen individuele aandelen en aandelen als onderliggende waarde van een gemeenschappelijk

beleggingsfonds. Wat de aanvullende pensioenen en levensverzekeringen betreft, wordt enkel de waarde van vrijwillige individuele plannen en verzekeringen meegerekend, en niet die van het openbaar pensioen of die van aanvullende bedrijfs- of sectorplannen en -verzekeringen. Voor België wordt dus in het financieel actief enkel rekening gehouden met de zogeheten derde pijler. De kapitaalwaarde van openbare en bedrijfs- of sectorpensioenen is voor individuele huishoudens vaak zeer moeilijk, of zelfs onmogelijk in te schatten.

Voor de berekening van het totaal financieel actief van de huishoudens wordt in de HFCS ook rekening gehouden met de waarde van een reeks andere producten, hoewel deze laatste hier niet afzonderlijk worden gerapporteerd en geanalyseerd. Het gaat daarbij om door derden beheerde beleggingsrekeningen, opties, futures, indexcertificaten, edelmetalen, ... en tegoeden bij derden (bv. leningen aan familie of vrienden).

Ten behoeve van de analyse wordt een onderscheid gemaakt tussen deposito's (zicht- en spaarrekeningen), beleggingsfondsen, obligaties en kasbons, beursgenoteerde aandelen, en individuele aanvullende pensioenplannen of levensverzekeringen. Vrijwel alle huishoudens bezitten één (of meerdere) zichtrekening(en) en driekwart ervan ook één (of meerdere) spaarrekening(en). De participatie

TABEL 2 FINANCIËLE ACTIVA
(participatie⁽¹⁾ en mediaanwaarde⁽²⁾)

	Financiële activa	Zicht-rekeningen	Spaar-rekeningen	Beleggings-fondsen	Obligaties en kasbons	Aandelen	Aanvullende pensioenen en levens-verzekeringen
HFCS I (2010)	98,0 % 26,5 (3,2)	93,7 % 1,3 (0,2)	76,5 % 11,8 (2,6)	17,6 % 20,3 (5,6)	7,5 % 30,4 (18,7)	14,7 % 5,0 (3,7)	43,3 % 19,8 (3,0)
HFCS II (2014)	97,9 % 28,5 (3,4)	97,1 % 1,8 (0,3)	76,6 % 16,0 (2,9)	21,0 % 28,2 (9,2)	7,8 % 12,1 (4,5)	11,0 % 9,5 (4,6)	44,4 % 16,7 (1,9)

Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

(1) Participatiegraad in % van de huishoudens.

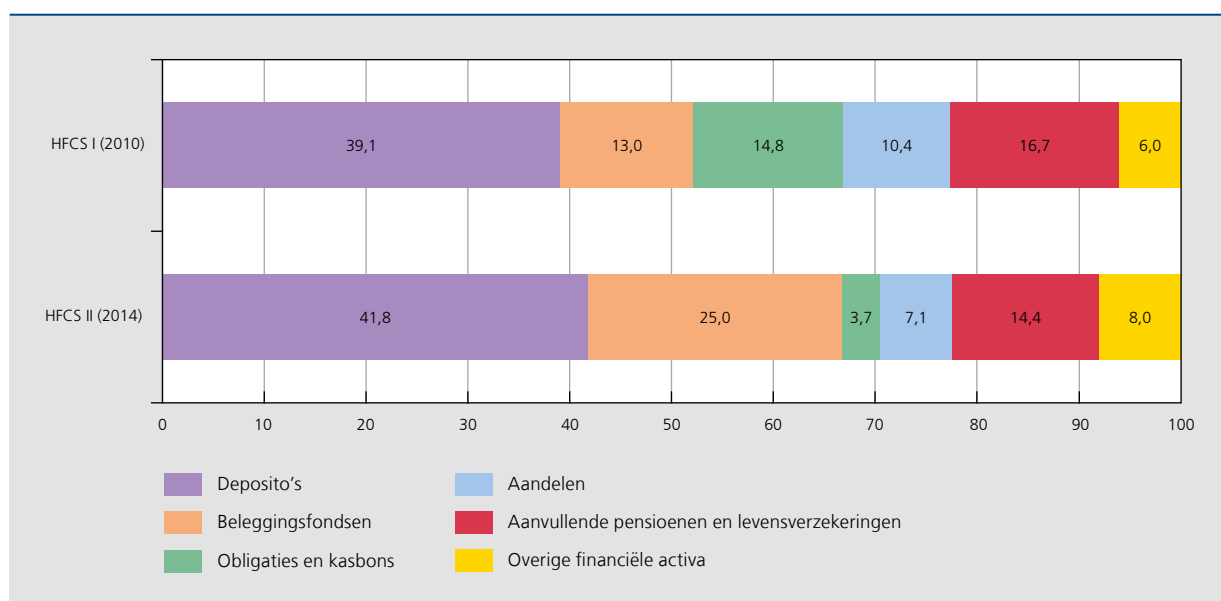
(2) Conditionele mediaanwaarde in € duizend, met de foutenmarge (tweemaal de standaardfout) in € duizend tussen haakjes.

in andere financiële activa is daarentegen geringer. Daartegenover is de participatie in persoonlijke aanvullende pensioenen en levensverzekeringen – waarmee de derde pensioenpijler wordt bedoeld –, dan weer relatief omvangrijker.

In België had een doorsnee huishouden in 2014 spaar-rekeningen ter waarde van € 16 000, tegen € 11 800 in 2010. Slechts 11 % van de huishoudens bezat individuele aandelen van beursgenoteerde ondernemingen,

met een mediaanwaarde van niet meer dan € 9 500 per huishouden. In 2010 hield nog bijna 15 % van de huishoudens rechtstreeks aandelen aan. Minder dan 8 % van de huishoudens had obligaties of kasbons, met een mediaanwaarde van € 12 100 euro in 2014, tegen € 30 400 in 2010. De rechtstreekse beleggingen in aandelen en obligaties zijn dus blijkbaar afgenomen ten voordele van gemeenschappelijke beleggingsfondsen. Dergelijke beleggingsfondsen, die als onderliggende waarde ook aandelen en/of obligaties kunnen omvatten, werden in 2014

GRAFIEK 2 SAMENSTELLING VAN DE FINANCIËLE ACTIVA VAN DE HUISHOUDENS
(procentueel aandeel in de totale waarde van de financiële activa)



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

aangehouden door 21 % van de Belgische huishoudens, tegen 17,6 % in 2010. Ze beleggen er in doorsnee (conditionele mediaanwaarde) € 28 200 euro per huishouden, tegen € 20 300 in 2010. Die beleggingsfondsen zijn dus bij de Belgen populairder geworden. De derde pensioenpijler is voor vele huishoudens een belangrijke post van het financieel actief. Deze beleggingsvorm wordt mede beïnvloed door de waarde en de (on)zekerheid van het wettelijk pensioen en van eventuele aanvullende sector- of bedrijfspensioenen. In België bezit bijna 45 % van de huishoudens een dergelijk financieel actief.

Al met al is het bezit van financiële activa tussen de twee golven van de HFCS vrij stabiel gebleven. De Belgische huishoudens zijn echter duidelijk minder rechtstreeks gaan participeren op de beurs en op de obligatiemarkt. Ze hebben daarentegen hun financiële beleggingen zichtbaar sterker georiënteerd in de richting van gemeenschappelijke beleggingsfondsen.

Ook bij de financiële activa komen de gewijzigde voorkeuren van de huishoudens tot uiting in de samenstelling van hun totale financiële portefeuille. Aandelen en obligaties die via gemeenschappelijke beleggingsfondsen worden aangehouden, zijn belangrijker geworden dan rechtstreeks aangehouden activa. In het staal van de HFCS maken de beleggingsfondsen op dit ogenblik een kwart van de financiële portefeuille van de huishoudens uit. Het gewicht van de rechtstreeks aangehouden aandelen en obligaties is navenant gedaald.

De tijdens de tweede golf vastgestelde verschuivingen van rechtstreeks aangehouden aandelen en obligaties naar gemeenschappelijke beleggingsfondsen, en de belangstelling voor vastgoed (meer specifiek ander vastgoed dan de eigen woonst) werden in zekere zin door de respondenten van de eerste golf aangekondigd. De huishoudens gaven toen immers aan terughoudend te worden om rechtstreeks op de beurs te beleggen en meer vertrouwen te hebben in vastgoed (zie Du Caju, 2012).

Bekijken we alle reële en financiële activa van de huishoudens samen, dan stellen we vast dat die zeer ongelijk verdeeld zijn over de bevolking. In dat opzicht worden de huishoudens in vijf gelijke groepen (kwintielen) onderverdeeld, afhankelijk van de totale waarde van hun activa (van laag naar hoog), en wordt nagegaan welk aandeel elk van die kwintielen heeft in de totale activa van alle huishoudens samen. Daaruit blijkt dat het aandeel van de armste groep (het laagste kwintiel) in het totale actief nagenoeg nihil is, terwijl de 20 % rijkste huishoudens (het hoogste kwintiel) meer dan de helft van de totale activa bezitten. De verdeling van de totale activa blijkt dus tussen de twee golven van de HFCS al met al vrij stabiel te

zijn gebleven, al is er mogelijk een relatieve daling aan de top. Hierbij zij wel vermeld dat de foutenmarges rond de ramingen groter worden naarmate we opklimmen in de vermogensverdeling. In hoofdstuk 3 wordt daar op teruggekomen.

2.3 Schulden

De HFCS vraagt huishoudens niet alleen naar hun bezittingen, maar ook naar hun schulden. In de enquête wordt een onderscheid gemaakt tussen hypothecaire (voor de eigen woonst of voor ander vastgoed) en niet-hypothecaire schuld. De andere schulden waar in de HFCS rekening mee wordt gehouden, zijn kredietlijnen en tekorten op rekeningen, uitstaande schulden op kredietkaarten en andere leningen, bv. autoleningen en consumentenkrediet. De participatiegraad van Belgische huishoudens aan de kredietmarkt nam toe van 44,8 % in 2010 tot 48,8 % in 2014. Voor huishoudens die voor de eigen woonst een hypothecaire lening lopen hebben, nam het mediaan uitstaand bedrag toe van € 66 700 tot € 79 100. Samen met het gestegen bezit van ander vastgoed, zijn ook de kredieten voor dat soort van vastgoed toegenomen. Ook andere kredieten (voornamelijk consumentenkrediet, maar ook kredietkaartschuld of schulden bij particulieren) zijn licht toegenomen en worden door ongeveer een kwart van de huishoudens aangegaan, doorgaans voor kleinere bedragen.

De resultaten van de tweede golf van de HFCS (2014) tonen dus aan dat de participatie en de uitstaande bedragen voor alle types van kredieten sedert 2010 zijn toegenomen. In overeenstemming met het verloop van

TABEL 3 SCHULDEN
(participatie⁽¹⁾ en mediaanwaarde⁽²⁾)

	Kredieten	Hypothecair krediet		Niet-hypothecair krediet
		Eigen woonst	Ander vastgoed	
HFCS I (2010) . . .	44,8 %	28,5 %	3,2 %	24,2 %
	39,0	66,7	56,9	5,2
	(8,3)	(10,3)	(24,6)	(1,3)
HFCS II (2014) . .	48,4 %	31,9 %	4,7 %	25,2 %
	49,8	79,1	59,2	6,7
	(9,0)	(11,2)	(12,7)	(1,6)

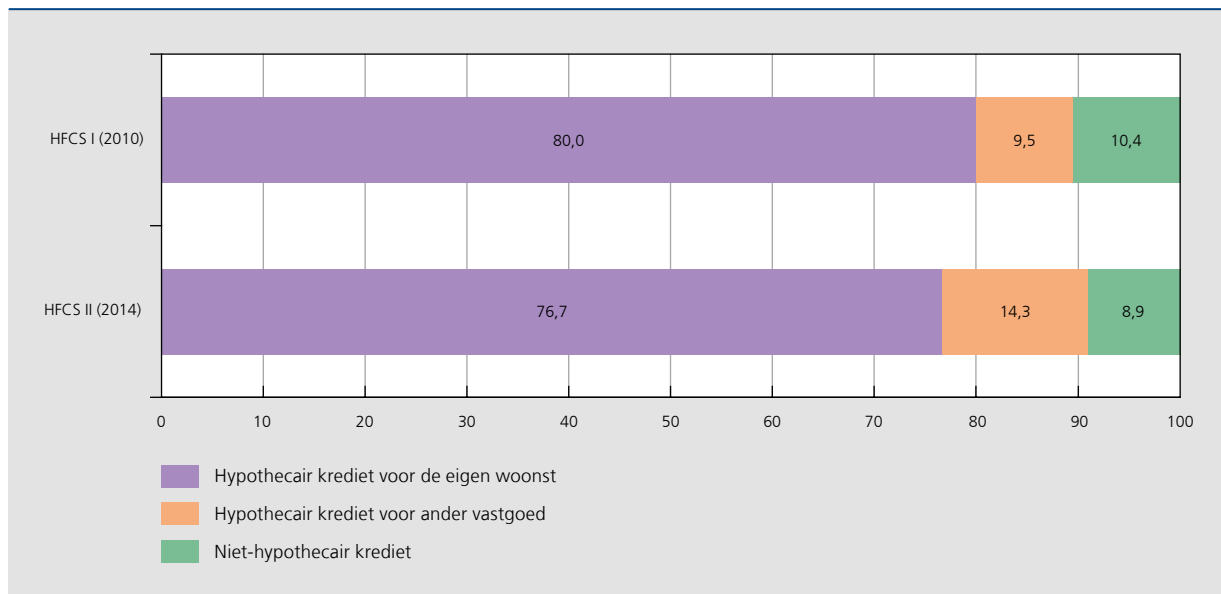
Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

(1) Participatiegraad in % van de huishoudens.

(2) Conditionele mediaanwaarde in € duizend, met de foutenmarge (tweemaal de standaardfout) in € duizend tussen haakjes.

GRAFIEK 3 SAMENSTELLING VAN DE SCHULDEN VAN DE HUISHOUDENS

(procentueel aandeel in de totale waarde van de schulden)



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

de investeringen in ander vastgoed en met het toegenomen belang van die activa in het vermogen, veranderde de schuld van de huishoudens tussen 2010 en 2014 ook enigszins qua samenstelling. Het hypothecair krediet voor ander vastgoed, naast de eigen woonst, maakte in de schuld van de huishoudens in 2014 een groter aandeel (14,3 %) uit dan in 2010 (9,5 %).

2.4 Inkomen en schuldenlast

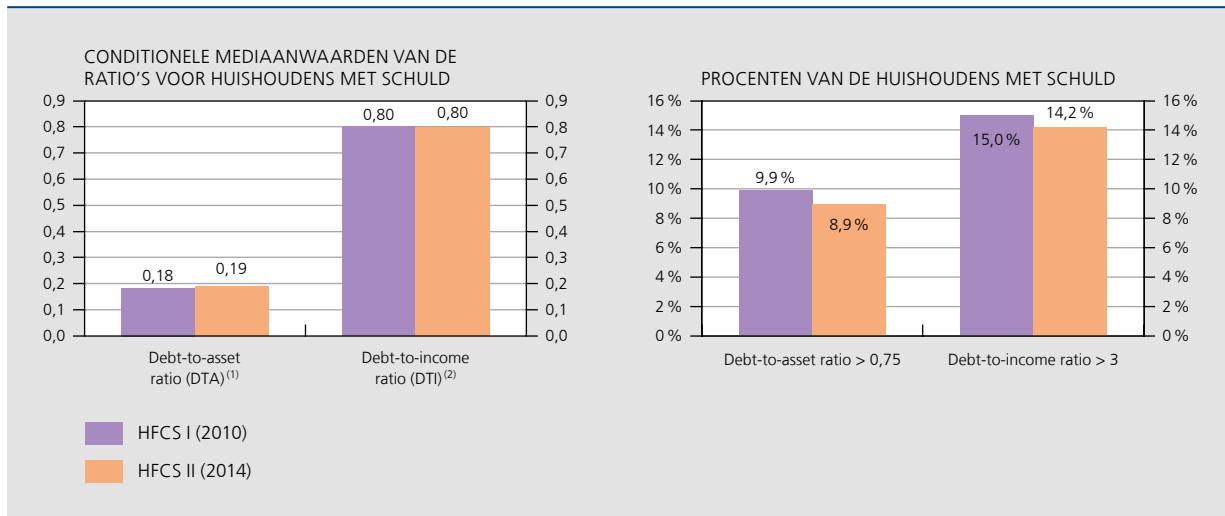
De houdbaarheid van de schuldenlast van de huishoudens hangt niet alleen af van de omvang van de schuld. Op basis van de gegevens van de HFCS kunnen structurele kenmerken, zoals een risicoprofiel van de huishoudens met schuld, in kaart worden gebracht. Daartoe worden op gezinsniveau enkele risicomaatstaven berekend. Huishoudens komen bij de afbetaling van hun schuld in de problemen als hun inkomensstroom onvoldoende blijkt om de periodieke aflossingen te betalen en als hun activa niet volstaan om die aflossingen te financieren of om (een deel van) de uitstaande schuld terug te betalen, mochten de inkomstenbronnen plots opdrogen. Enquêtegegevens op gezinsniveau bieden daarbij het voordeel dat de groep van de huishoudens met schulden afzonderlijk kan worden beschouwd en dat er informatie beschikbaar is over de verdeling van de schulden en de activa over die huishoudens. Om het risicoprofiel van de schuldenlast van de huishoudens te evalueren, worden derhalve drie

risicomaatstaven berekend die de uitstaande schuld of de schuldaflossingen relateren aan respectievelijk het inkomen of de activa van een huishouden:

- de debt-to-asset ratio (DTA): de uitstaande schuld van een huishouden gedeeld door de (zelf ingeschatte) waarde van de activa, op het ogenblik van het interview;
- de debt-to-income ratio (DTI): de uitstaande schuld van een huishouden gedeeld door zijn jaarlijks brutoinkomen, op het ogenblik van het interview;
- de (mortgage-)debt-service-to-income ratio (DSTI): de stroom van maandelijkse aflossingen van de (hypothecaire) schuld gedeeld door de stroom van het maandelijks brutoinkomen van het huishouden, op het ogenblik van het interview.

Inzake het vermogen om de schuld af te lossen aan de hand van de huidige inkomensstromen, blijkt dat het doorsnee huishouden met schuld een DTI heeft van 0,8. De conditionele mediaanwaarde voor de DTA bedraagt 0,19. Die ratio's blijven tussen de twee golven van de HFCS stabiel. De mediaanwaarden leveren echter slechts een zeer partieel beeld op. Wanneer die aan inkomen of liquide activa gerelateerde schuld ratio's bepaalde kritieke waarden overschrijden, neemt eventueel het risico toe dat huishoudens hun schuldverplichtingen niet kunnen nakomen (zie ook Du Caju *et al.*, 2014 en De Backer *et al.*, 2015). Zo is er het gedeelte van de huishoudens

GRAFIEK 4 SCHULDENLAST VAN DE HUISHOUDENS
(schuldindicatoren voor huishoudens met schuld)



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

(1) De uitstaande schuld van een huishouden gedeeld door de zelf ingeschatte waarde van zijn activa, op het ogenblik van het interview.

(2) De uitstaande schuld van een huishouden gedeeld door zijn jaarlijks bruto-inkomen, op het ogenblik van het interview.

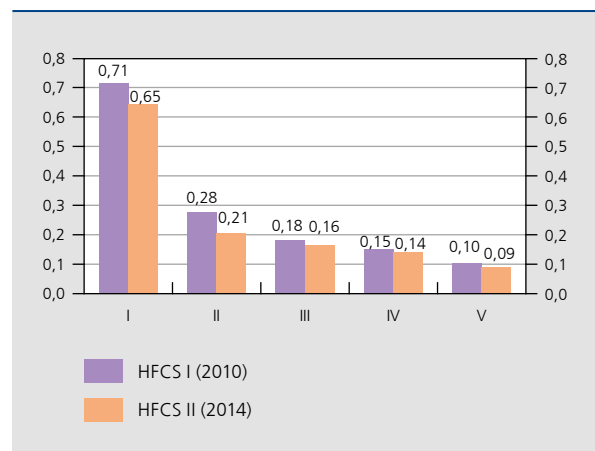
met schuld dat een DTA heeft van meer dan 0,75 (de totale schulden bedragen meer dan 75% van de totale activa) of een DTI van meer dan 3 (er zijn meer dan drie bruto jaarinkomens nodig om de schulden terug te betalen). Die aandelen zouden tussen 2010 en 2014 lichtjes zijn verkleind. Het aandeel van de huishoudens met een DTA > 0,75 daalde van 9,9% tot 8,9%; dat van de huishoudens met een DTI > 3 van 15,0% tot 14,2%.

Een andere manier om dit te benaderen, bestaat erin de maandelijkse schuldaflossingen te relateren aan het inkomen (DSTI). Een dergelijke aanpak is des te relevanter voor de hypothecaire schuld. Die afbetalingslast voor hypothecaire leningen (DSTI) is kennelijk relatief hoog voor huishoudens met een laag inkomen die een hypothecaire lening lopen hebben. Daarbij mag niet uit het oog worden verloren dat Belgische huishoudens reeds op relatief jonge leeftijd, op het ogenblik dat hun inkomen nog kan groeien, op de vastgoedmarkt en derhalve ook op de hypotheekmarkt komen. Bovendien is het aandeel van de hypothecaire leningen met een zeer lange looptijd of zonder kapitaalaflossingen in België relatief gering, waardoor de periodieke afbetalingen doorgaans groter zijn. Die op zich gunstige kenmerken doen het aantal huishoudens met een hoge DSTI wel toenemen. Op basis van de HFCS kan worden vastgesteld dat de DSTI specifiek zou zijn afgenomen voor de lagere inkomenskwintielen. De afbetalingslast voor woonkredieten lijkt dus relatief sterker af te nemen voor de huishoudens met lagere inkomens.

Het gaat daarbij om een mogelijk effect van de striktere houding van de banken bij het beoordelen van kredietdossiers en het toekennen van woonleningen. Als gevolg van de financiële crisis, en mede op aandringen van de toezichthouder, zijn banken immers voorzichtiger geworden bij hun kredietverlening. Uit de resultaten van de Bank Lending Survey (BLS) blijkt inderdaad dat banken

GRAFIEK 5 AFBETALINGSLAST VOOR HYPOTHECAIRE LENINGEN

(mortgage-debt-service-to-income ratio (DSTI)⁽¹⁾, naar inkomenskwintiel)



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

(1) De stroom van maandelijkse afbetalingen voor de hypothecaire lening gedeeld door de maandelijkse bruto-inkomensstroom van het huishouden.

hun kredietstandaarden mogelijk hebben verstrengd sinds de crisis. Het is niet onwaarschijnlijk dat die aangescherpte beperkingen een relatief zwaardere impact hebben voor huishoudens met een lager inkomen.

Een additioneel element is het verloop van de inkomens van de huishoudens tussen 2010 en 2014. Uit de HFCS blijkt dat de inkomens van de huishoudens uit de lagere inkomensdecielen verhoudingsgewijs sterker zijn gestegen dan de inkomens van de huishoudens uit de hogere inkomensdecielen. De laagste gezinsinkomens bestaan vooral uit vervangingsinkomens en inkomens uit arbeid, die in de periode tussen de twee golven van de HFCS ondersteund werden door de indexering en door beleidsmaatregelen die bedoeld waren om de werkgelegenheid te vrijwaren. De hoogste gezinsinkomens bestaan relatief meer uit inkomens uit financiële activa, die door de crisis en door de lage rente onder druk stonden. Bovendien bevatten de inkomens uit arbeid voor de huishoudens met een hoog inkomen relatief vaker een variabele component. Ook die vormen van variabele beloning, zoals premies en bonussen, kunnen in crisisperiodes teruglopen.

De vragenlijst van de HFCS peilt de jaarinkomens uit arbeid, maar ook de inkomens uit andere bronnen, zoals die uit vermogen (huur, rentes en dividenden) en transferinkomens (uitkeringen). Zoals andere huishoudenquêtes, registreert de HFCS de bruto-inkomens omdat die internationaal vergelijkbaar zijn. Voor een groot aantal huishoudens is het echter niet altijd evident om hun bruto-inkomens te vermelden. Daarom heeft de Bank besloten de respondenten bij de tweede golf van de HFCS de mogelijkheid te bieden nettobedragen te rapporteren, die dan vervolgens door toepassing van fiscale regels in brutobedragen worden omgezet. Voor zover het onderscheid tussen bruto en netto moeilijker is voor lager opgeleide respondenten, en het verschil tussen bruto en netto relatief belangrijker is voor inkomens uit arbeid dan voor die uit vermogen, zou deze methodologische verbetering deels kunnen verklaren waarom de inkomens in de HFCS tussen de eerste en de tweede golf relatief sterker zijn gestegen aan de onderkant van de verdeling.

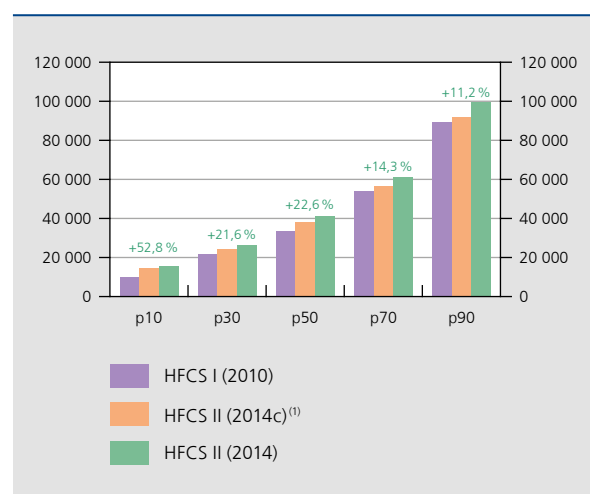
Naast de economische situatie (financiële crisis en lage rente), zou de methodologische verbetering bij de vraag naar de inkomens (keuze voor respondenten tussen netto- en brutobedragen, en omzetting achteraf) dus voor een deel ook kunnen verklaren waarom de lagere inkomens relatief sterker zijn gestegen en dus ook waarom het aandeel van de huishoudens met hoge inkomensgerelateerde schuldindicatoren is verkleind. Al met al blijft het aandeel van de huishoudens met een bovenmatige schuldenlast

(op basis van een hoge DTA, DTI of DSTI, zoals hierboven beschreven) echter vrij stabiel.

De hypothecaire schuldenlast is niet voor alle types van huishoudens even eenvoudig om dragen. Ook hier zijn de resultaten van de HFCS informatief. De huishoudens kunnen immers worden onderverdeeld in gezinnen mét en zonder kinderen ten laste. Dat onderscheid bepaalt in aanzienlijke mate de huisvestingsbehoefte en het uitgavenpatroon. Voorts kunnen ze worden onderverdeeld naargelang dat de volwassene(n) in het huishouden al dan niet de leeftijd van 65 jaar heeft(hebben) bereikt, wat een impact heeft op het inkomensperspectief en op het spaargedrag, en dat ze al dan niet als koppel leven, wat mede bepalend is voor de potentiële financiële draagkracht. Zo ontstaan er zes groepen van huishoudens: volwassen koppels met kinderen, volwassen koppels zonder kinderen, alleenstaande volwassenen met kinderen, alleenstaande volwassenen zonder kinderen, oudere koppels (minstens één partner is 65 jaar of ouder) en alleenstaande ouderen. Voor elk van deze gezinstypes kan de schuldpositie worden beschreven: geen hypothecaire lening, een hypothecaire lening met een DSTI < 0,3, of een hypothecaire lening met een DSTI > 0,3.

Een uitsplitsing van de huishoudens naar gezinstype en naar schuldpositie is zeer informatief. Er kunnen dan potentiële risicohaarden op de hypotheekmarkt ('pockets of risk') vastgesteld worden in de vorm van hoge DSTI-ratio's, vooral bij de eenoudergezinnen, en in mindere

GRAFIEK 6 HET BRUTO-INKOMEN VAN DE HUISHOUDENS IN DE HFCS
(percentielwaarden in euro's, correctie voor inflatie)

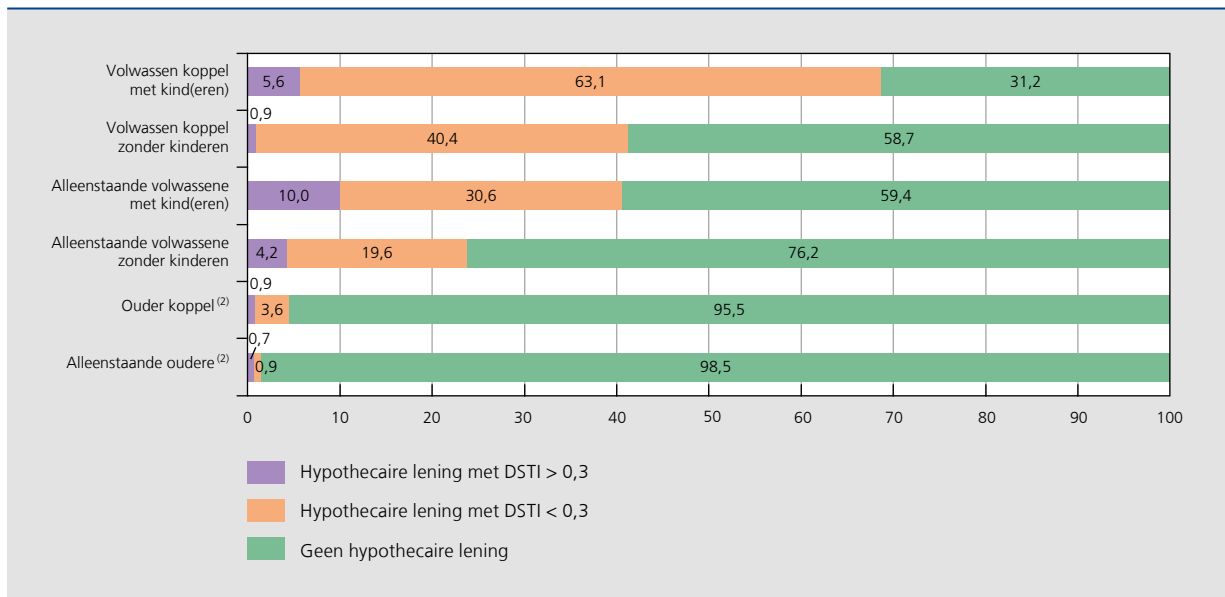


Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

(1) Het inkomen van 2014 in euro's van 2010, gecorrigeerd voor inflatie (HICP) tussen 2010 en 2014.

GRAFIEK 7 HYPOTHECAIRE SCHULDENLAST, MORTGAGE DEBT-SERVICE-TO-INCOME⁽¹⁾ (DSTI) RATIO, VOOR VERSCHILLENDE GEZINSTYPES

(in % van het totale aantal huishoudens van een bepaald type in 2014)



Bron: NBB (HFCS 2014, voorlopige gegevens).

(1) De stroom van maandelijkse afbetalingen voor de hypotheeklening gedeeld door de maandelijkse bruto-inkomensstroom van het huishouden.

(2) (Minstens één persoon) is 65 jaar of ouder.

mate ook bij alleenstaanden zonder kinderen. Zo heeft één op de tien eenoudergezinnen meer dan 30 % van het gezinsinkomen nodig om een hypothecaire lening af te betalen, zijnde één op de vier huishoudens met een dergelijke schuld in deze categorie. Die potentiële risico's op de hypotheekmarkt worden door de Bank geanalyseerd in het kader van haar macroprudentieel beleid.

Samengevat, wijzen de resultaten van de tweede golf van de HFCS op het belang van verdelingsaspecten voor het macroprudentieel beleid. Ze tonen aan dat een ruim aandeel van de huishoudens met hypothecaire schulden een belangrijk deel van zijn inkomen spendeert aan schuldaflossing, vooral (jonge) huishoudens met een relatief laag inkomen. Die resultaten bevestigen de gevoeligheid van de hypothecaire schuldpositie van de Belgische huishoudens voor inkomensverlies, meer bepaald als gevolg van een werkloosheidsschok (zie Du Caju *et al.* (2014) en Du Caju *et al.* (2016)).

3. Verdeling van het inkomen en vermogen van de Belgische huishoudens

De HFCS verzamelt naast gegevens over het vermogen (het hoofdonderwerp van de survey) dus ook informatie

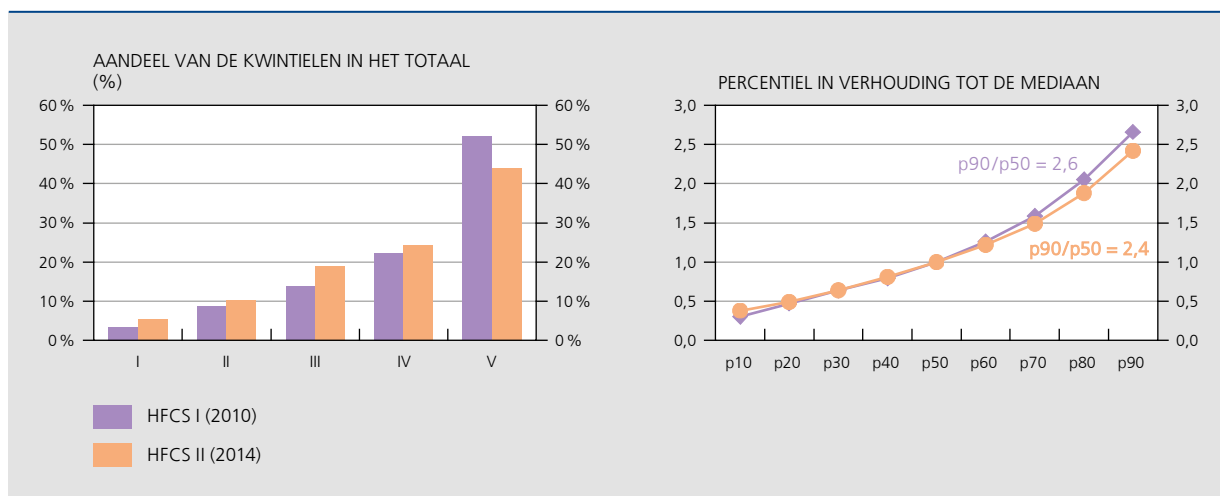
over het inkomen van de huishoudens (als aanvullende variabele). Vermogens zijn immers het resultaat van gecumuleerd gespaard inkomen, alsook van overdrachten tussen generaties (via schenkingen en erfenissen) en sectoren (bijvoorbeeld aan de overheid via belastingen). Dit maakt het mogelijk om de verdeling van zowel vermogens als inkomens over de huishoudens tegelijkertijd te bestuderen.

3.1 Inkomen en vermogen

De spreiding van het bruto gezinsinkomen kan worden nagegaan door de huishoudens te verdelen in inkomenskwintielen. In verband met het aandeel van elk van die kwintielen in het totale inkomen van de Belgische huishoudens, blijkt dan dat het laagste inkomenskwintiel slechts 3,5 % vertegenwoordigde in 2010 en 5,4 % in 2014. Aan de andere kant van de verdeling is het aandeel van het hoogste inkomenskwintiel gedaald van 52 % in 2010 tot 44 % in 2014.

De (ongelijkheid van de) bruto-inkomensverdeling kan ook worden beschouwd door de verschillende percentielwaarden uit te drukken in verhouding tot de mediaan. Zo blijkt dat de ratio tussen het 90ste percentiel (p90) en de mediaan (p50) is gedaald van 2,6 in 2010 tot 2,4 in 2014. Dit betekent dat het bruto-inkomen van een

GRAFIEK 8 VERDELING VAN HET BRUTO GEZINSINKOMEN



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

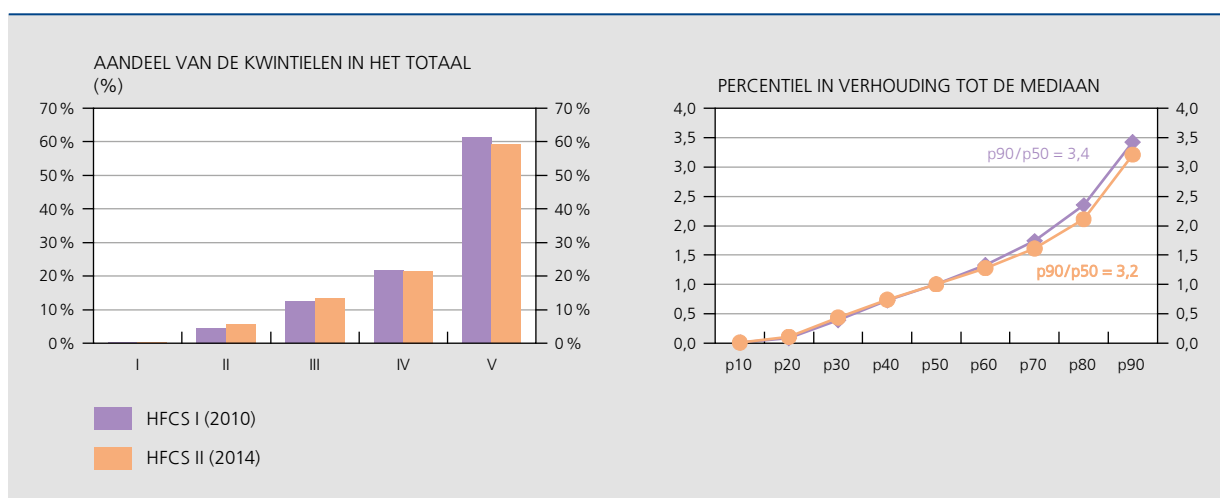
huishouden op de positie p90 (dat is een huishouden met een inkomen dat groter is dan 90 % van de huishoudens in het land, en dat we dus een 'typisch' huishouden met een hoog inkomen zouden kunnen noemen) 2,4 keer zo groot is als het inkomen van een doorsnee (mediaan) huishouden. De cijfers wijzen dus op een lichte daling van de inkomensongelijkheid in bruto termen aan de bovenkant van de verdeling.

Al met al lijkt de inkomensverdeling in België dus vrij stabiel te zijn gebleven tussen 2010 en 2014, met eventueel een lichte relatieve daling aan de top van de distributie.

Dit kan in verband worden gebracht met de daling van de inkomsten uit financiële activa.

De verdeling van het nettovermogen vertoont, net als in andere landen (zie Du Caju, 2013), een sterkere ongelijkheid dan die van het inkomen, hoewel de ontwikkeling van beide tussen 2010 en 2014 vrij gelijklopend is. De armste huishoudens bezitten nauwelijks vermogen, en de 20 % meest vermogende huishoudens beschikken in 2014 samen over 59 % van het totale nettovermogen van de Belgische huishoudens, tegen 61 % in 2010. Wanneer de percentielwaarden voor het nettovermogen

GRAFIEK 9 VERDELING VAN HET NETTOVERMOGEN



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

opnieuw worden uitgedrukt in verhouding tot de mediaan, blijkt dat de ratio tussen het 90ste percentiel (p90) en de mediaan (p50) is gedaald van 3,4 in 2010 tot 3,2 in 2014. Dit betekent dat een huishouden op de positie p90, dus met een nettovermogen dat groter is dan 90 % van de huishoudens in het land, een nettovermogen heeft dat 3,2 keer zo groot is als dat van een doorsnee (mediaan) huishouden.

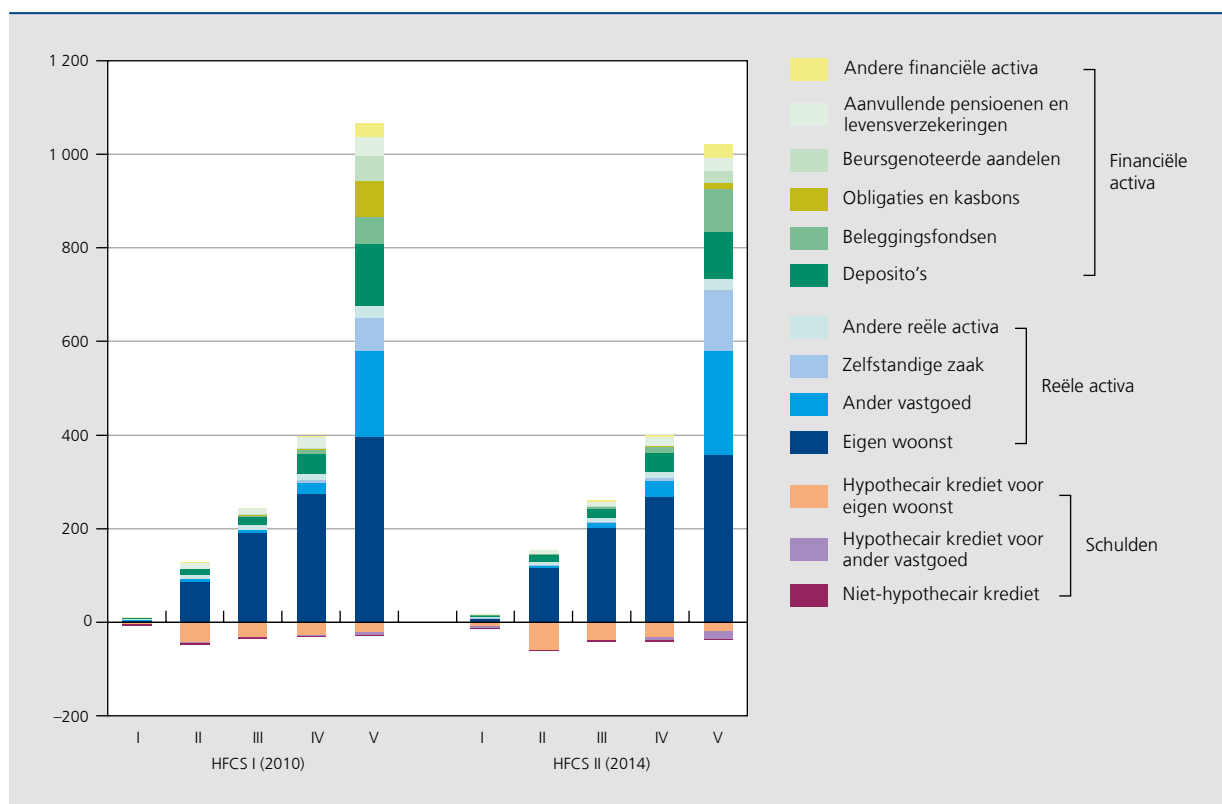
De vermogensverdeling blijkt dus al met al vrij stabiel te zijn gebleven, met mogelijk een lichte relatieve daling aan de top. Hierbij dient echter opnieuw te worden vermeld dat de foutenmarges voor de ramingen van de vermogensdecielen groter worden naarmate een hoger punt in de vermogensverdeling wordt bereikt. Dit aspect wordt hierna nader behandeld in paragraaf 3.3.

De HFCS biedt de mogelijkheid om de samenstelling van het vermogen van de huishoudens te analyseren voor de hele verdeling van dat vermogen. We kunnen met andere woorden nagaan hoe het vermogen van rijke huishoudens is samengesteld in vergelijking met dat van minder rijke. De omvang en de samenstelling van het

nettovermogen verschilt inderdaad aanzienlijk tussen de vermogenskwintielen.

Het vermogen van de huishoudens in het laagste vermogenskwintiel is gering en bestaat veelal uit deposito's en uit andere reële activa (voertuigen of andere waardevolle voorwerpen). Het vermogen van de drie middelste kwintielen, wat we gemakshalve de middenklasse zouden kunnen noemen, bestaat vooral uit de eigen woning, aangevuld met voornamelijk deposito's. Deze middenklasse heeft gemiddeld ook de grootste hypothecaire schuld uitstaan. De meer vermogende huishoudens uit het hoogste vermogenskwintiel bezitten een woning die gemiddeld meer waard is dan die van de lagere vermogenskwintielen, maar deze woning maakt een kleiner deel (minder dan de helft) uit van het totale vermogen van deze rijkere huishoudens. Hun rijkdom bestaat immers ook uit ander vastgoed, waarvan het aandeel gemiddeld is toegenomen van 18 % van het nettovermogen in het hoogste vermogenskwintiel in 2010 tot 23 % in 2014. Ook hypothecaire leningen die verbonden zijn aan de aankoop van ander vastgoed, worden vooral gesloten door huishoudens in het hoogste vermogenskwintiel.

GRAFIEK 10 SAMENSTELLING EN VERDELING VAN HET NETTOVERMOGEN
(gemiddelde waarde van activa en passiva in duizenden euro's, naar vermogenskwintiel)



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

Deposito's en aanvullende pensioenen en levensverzekeringen behoren tot het vermogen van alle kwintielen, al hebben ze natuurlijk gemiddeld een kleine waarde in het laagste vermogenskwintiel. Andere financiële activa en eigen bedrijven (zelfstandige zaken) komen bijna uitsluitend in het hoogste vermogenskwintiel voor. Zoals reeds vermeld in hoofdstuk 2, gingen huishoudens minder rechtstreeks beleggen in aandelen en obligaties, en meer in beleggingsfondsen. Aangezien deze activa bijna uitsluitend toebehoren aan het rijkste kwintiel, zijn het de portefeuillebeslissingen van deze huishoudens die de totale statistieken sturen. Gemiddeld is het gewicht van beleggingsfondsen in het nettovermogen van de huishoudens in het hoogste kwintiel toegenomen van 6% tot 9%. Dat van beursgenoteerde aandelen is gedaald van 5% tot 3% en dat van obligaties en kasbons zelfs van 7% tot 1%. Hierbij moet wel de kanttekening worden gemaakt dat financiële activa in enquêtes minder goed worden geregistreerd dan reële activa, schulden en inkomens, en dat de allerrijkste huishoudens, die het overgrote deel van deze financiële activa aanhouden, moeilijk te bereiken zijn voor interviews (zie ook paragraaf 3.3). De omvang van verschuivingen in dergelijke activa valt dus moeilijk te meten aan de hand van enquêtegegevens. De hierboven geschetste patronen komen echter ook tot uiting in de macro-economische statistieken van de financiële rekeningen.

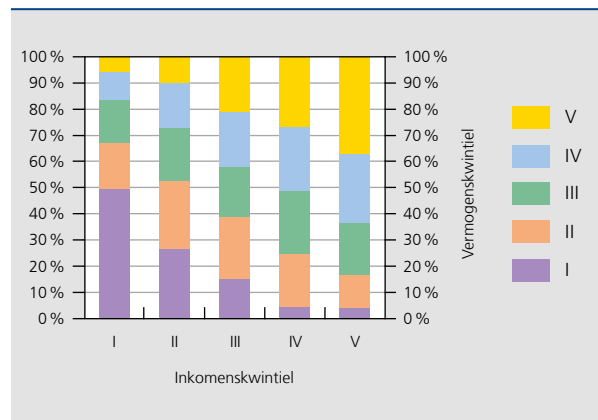
3.2 De gezamenlijke verdeling van inkomen en vermogen

Aangezien in de HFCS zowel de inkomenscomponenten als de vermogensbestanddelen voor dezelfde individuele huishoudens worden geregistreerd, is het mogelijk de gezamenlijke verdeling van die twee welvaartsindicatoren te analyseren.

Uit die analyse blijkt dat de inkomens- en de vermogensverdeling vrij gelijklopend zijn. Huishoudens met een hoog inkomen hebben doorgaans ook een groot vermogen: 37% van de huishoudens in het hoogste inkomenskwintiel behoort ook tot het hoogste vermogenskwintiel. Omgekeerd hebben huishoudens met een laag inkomen meestal ook een klein vermogen: de helft van de huishoudens in het laagste inkomenskwintiel maakt eveneens deel uit van het laagste vermogenskwintiel. Niettemin zijn er huishoudens met een laag inkomen maar een groot vermogen (bijvoorbeeld gepensioneerden of mensen die geërfd hebben): 6% van de huishoudens in het laagste inkomenskwintiel behoort tot het hoogste vermogenskwintiel. Aan de andere kant van het spectrum zijn er huishoudens met een hoog inkomen maar een klein vermogen (bijvoorbeeld jonge hoog opgeleide tweeverdieners): 4%

GRAFIEK 11 GEZAMENLIJKE VERDELING VAN INKOMEN EN VERMOGEN

(in % van het totale aantal huishoudens in een inkomenskwintiel in 2014)



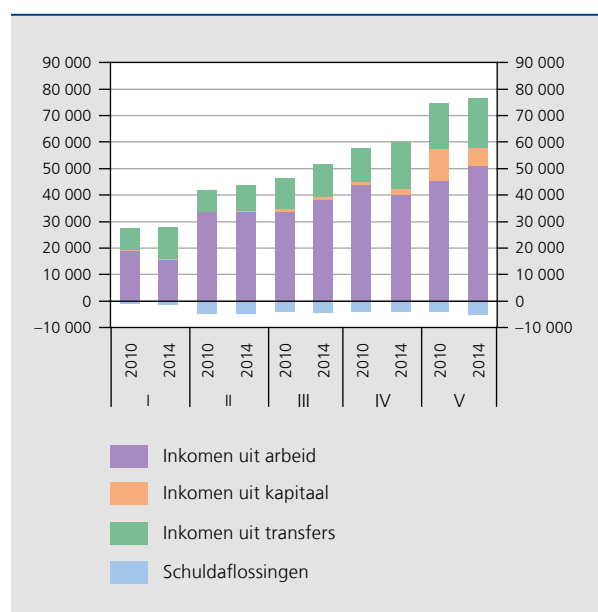
Bron: NBB (2014, voorlopige gegevens).

van de huishoudens in het hoogste inkomenskwintiel is te vinden in het laagste vermogenskwintiel.

De samenstelling en het verloop van het inkomen van de huishoudens tussen 2010 en 2014 lopen uiteen naar gelang van de vermogenspositie van een huishouden.

GRAFIEK 12 SAMENSTELLING EN VERLOOP VAN HET GEZINSINKOMEN NAAR VERMOGENSKWINTIEL

(gemiddeld inkomen naar vermogenskwintiel in 2010 en 2014)



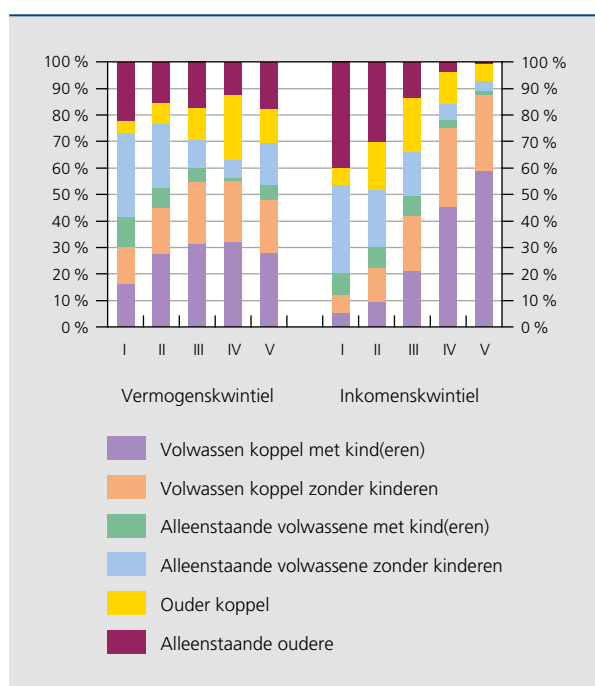
Bron: NBB (2010 en 2014, voorlopige gegevens).

Om dit te illustreren aan de hand van de HFCS, wordt een onderscheid gemaakt tussen het arbeidsinkomen (als loontrekkende of zelfstandige), inkomens uit kapitaal (interessen, dividenden en huuropbrengsten) of uit transfereers (pensioenen, werkloosheidsuitkeringen en andere vervangingsinkomens) en schuldaflossingen.

De inkomsten uit kapitaal komen (uiteraard) hoofdzakelijk voor bij de meest vermogende huishoudens en zijn tussen 2010 en 2014 gemiddeld gedaald. Dit houdt in de eerste plaats verband met de verlaagde rente.

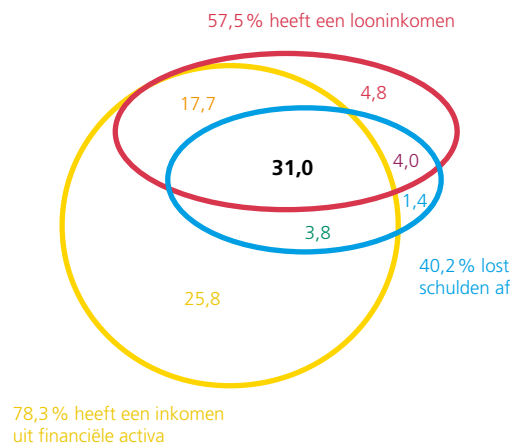
Het spreekt voor zich dat de verschillende inkomens- en vermogenskwintielen uiteenlopende types van huishoudens bevatten. Ook hier zijn de resultaten van de HFCS illustratief. Het hoogste inkomenskwintiel omvat slechts relatief weinig oudere huishoudens (met minstens één persoon van 65 jaar of ouder), en al zeker geen alleenstaande ouderen. Er zijn echter wel relatief veel ouderen in het hoogste vermogenskwintiel. Na de pensionering wordt het inkomen (soms sterk) lager, maar door hun over de loopbaan gespaarde inkomens hebben gepensioneerden vaak een aanzienlijk vermogen. De relatief moeilijke positie van alleenstaanden, zonder maar vooral met kinderen, blijkt ook uit de cijfers: zij behoren vooral tot

GRAFIEK 13 GEZINSTYPES IN VERMOGENS- EN INKOMENSKWINTIELEN
(gezinstypes in % van het totale aantal huishoudens in het kwintiel, in 2014)



Bron: NBB (HFCS 2014, voorlopige gegevens).

GRAFIEK 14 EEN TYPOLOGIE VAN DE BELGISCHE HUISHOUDENS
(in % van het totale aantal huishoudens in 2014)



Bron: NBB (2014, voorlopige gegevens).

de lage inkomens- en vermogenskwintielen. Volwassen koppels met kinderen zijn sterk vertegenwoordigd bij de hoge inkomens, maar gelijkmatiger gespreid over de vermogenskwintielen.

Huishoudens kunnen niet alleen worden onderverdeeld naar gezinsstatus. Het monetair beleid, dat na de crisis gekenmerkt wordt door lage rentevoeten en onconventionele maatregelen, beïnvloedt de financiële positie van huishoudens op verschillende manieren. Om de gedifferentieerde impact van deze beleidsmix te evalueren, wordt soms een sterk vereenvoudigend onderscheid gemaakt tussen huishoudens die sparen en huishoudens die lenen. De transmissiemechanismen en de uiteindelijke effecten van het monetair beleid zijn echter dermate complex dat een al te eenvoudige analyse een sterk vertekend beeld kan geven. Zo draagt het monetair beleid ook bij tot een stabiele financiële omgeving die de groei en de werkgelegenheid ondersteunt, waardoor het een impact heeft op de (bescherming van de) arbeidsinkomens van de huishoudens. Het onderscheid tussen spaarders, kredietnemers en loontrekkenden is trouwens slechts in beperkte mate relevant, aangezien huishoudens tot verscheidene categorieën kunnen behoren.

De gegevens van de HFCS maken het mogelijk de complexiteit van die materie eenvoudig te illustreren. De huishoudens die een arbeidsinkomen als loontrekkende hebben en daarnaast beschikken over een inkomen uit

financiële activa (en dus interesten of dividenden ontvangen) of schulden aflossen⁽¹⁾ (en dus interest betalen), vertegenwoordigen negen op tien van alle huishoudens in 2014. Nu blijkt dat een derde van de huishoudens tegelijkertijd tot de drie categorieën behoort: ze verdienen een loon, hebben financiële inkomsten en lossen schuld af. Bovendien heeft de overgrote meerderheid van de huishoudens die schulden aflossen, ook inkomsten uit financiële activa, en omgekeerd. Voorts hebben de meeste loontrekkenden ook financiële inkomsten. Deze bevindingen illustreren dat de bevolking niet eenvoudig kan worden verdeeld in groepen die al dan niet baat hebben bij een bepaald monetair beleid.

3.3 De gedetailleerde vermogensverdeling in België

Het nettovermogen van de huishoudens is de som van alle activa, zowel reële als financiële, verminderd met de som van alle uitstaande schulden, zowel hypothecaire als niet-hypothecaire. Als dusdanig is dat nettovermogen de belangrijkste indicator van de rijkdom van een huishouden. Deze indicator verdient dan ook een meer gedetailleerde analyse. Daartoe worden meerdere percentielwaarden van het nettovermogen van de huishoudens berekend op basis van de gegevens van de twee golven van de HFCS, in 2010 en 2014, en worden die waarden bovendien gecorrigeerd voor de HICP-inflatie tussen de twee golven. De schattingen van de percentielwaarden worden vervolledigd met betrouwbaarheidsintervallen op 95%. Deze intervallen, die in het bijzonder voor de extreme waarden in de verdeling asymmetrisch zijn, geven een indicatie van de onzekerheid en de foutenmarges die gepaard gaan met enquêtegegevens.

De mediaanwaarde van het nettovermogen, dat is de waarde van het percentiel p50 voor een huishouden in het midden van de distributie, werd in 2010 op € 206 100 geraamd, met een betrouwbaarheidsinterval tussen € 192 000 en € 221 800. Voor 2014 wordt dat mediaan nettovermogen geschat op € 218 600, met een betrouwbaarheidsinterval tussen € 203 800 en € 235 300. In 2014 bedroeg de inflatiegezuiverde mediaanwaarde van het nettovermogen € 202 500 in euro's van 2010. Het geraamde nettovermogen van het doorsnee Belgische huishouden is dus tussen 2010 en 2014 nominaal licht gestegen, maar deze stijging is niet significant. Bovendien is dat nettovermogen in reële termen (inflatiegezuiverd)

lichtjes gedaald, maar ook deze daling is niet significant. Derhalve mag worden gesteld dat het nettovermogen van een doorsnee huishouden nagenoeg onveranderd is gebleven tussen de twee golven van de HFCS.

Deze bevinding geldt ook voor andere punten in de verdeling van het nettovermogen onder de huishoudens. Zo beschikte een huishouden in het laagste vermogenskwintiel in 2010 over een nettovermogen van minder dan € 17 900. Voor de raming van deze percentielwaarde p20 gold een betrouwbaarheidsinterval tussen € 11 200 en € 26 700. In 2014 loopt het betrouwbaarheidsinterval van dat percentiel p20 van € 15 100 tot € 28 100 en wordt de percentielwaarde geschat op € 23 300, of € 21 600 in euro's van 2010, inflatiegezuiverd. Opnieuw is de verandering tussen de twee golven dus relatief gering en niet significant.

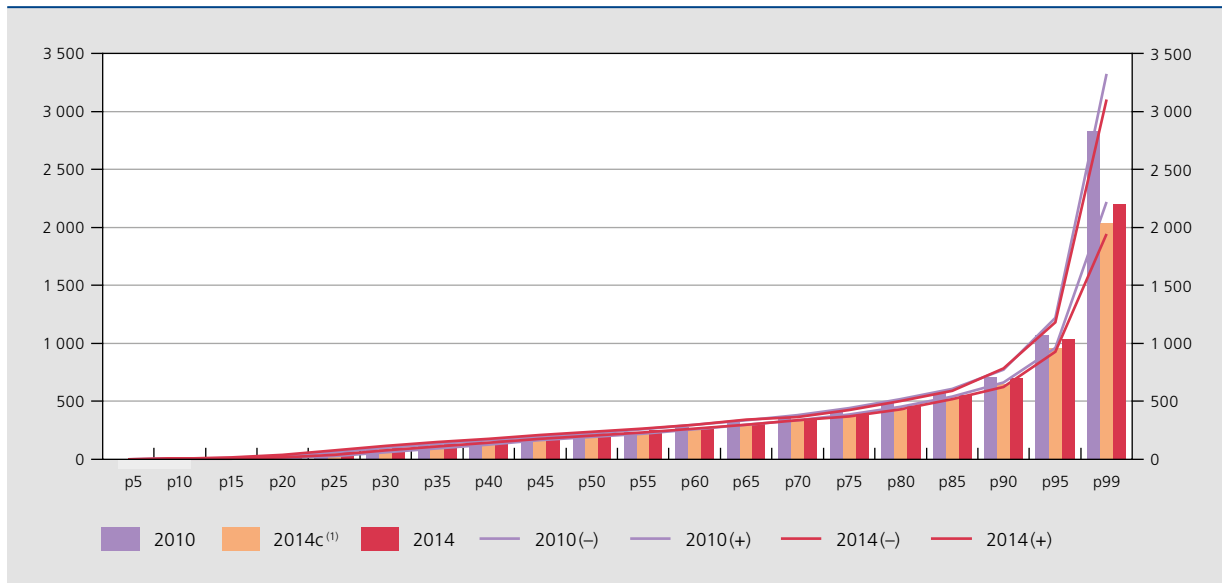
Aan de andere kant van de verdeling had een huishouden in het rijkste deciel in 2010 een nettovermogen van meer dan € 704 100, met een betrouwbaarheidsinterval van € 663 000 tot € 775 200. In 2014 wordt deze percentielwaarde p90 geschat op € 701 600, binnen een interval van € 626 100 tot € 783 000. Gecorrigeerd voor inflatie daalde de percentielwaarde tot € 650 000. De geraamde daling is gezien de omvang van de betrouwbaarheidsintervallen ook hier niet significant.

Wanneer vermogens aan de hand van enquêtegegevens op een gedetailleerde wijze worden vergeleken in de tijd of tussen groepen van huishoudens, moet dus opnieuw worden benadrukt dat deze enquêtegegevens ramingen zijn met foutenmarges die groter uitvallen naarmate de geanalyseerde groep kleiner of meer divers wordt. Toegepast op de verdeling van het nettovermogen in percentielen betekent dit dat de foutenmarges groter worden naarmate ze betrekking hebben op een hoger punt op de vermogensladder. Voor de toppercentielen worden de marges zelfs zeer groot: daar zijn de schattingen gebaseerd op een zeer kleine groep van heel diverse huishoudens. Zo blijkt de geschatte nettovermogenswaarde voor het 99ste percentiel te zijn teruggelopen van ongeveer € 2,80 miljoen in 2010 tot ongeveer € 2,20 miljoen in 2014, of € 2,04 miljoen gecorrigeerd voor inflatie. De foutenmarges rond die schattingen zijn echter van dien aard dat die daling statistisch niet significant is.

Overigens is de spreiding binnen de groep van de meest vermogende huishoudens zeer groot. Ondanks een lagere ondergrens voor het meest vermogende percentiel van de bevolking, is het aandeel van de rijkste huishoudens in het totale nettovermogen nauwelijks gewijzigd. Hierboven werd reeds vermeld dat het aandeel van de 20% rijkste huishoudens in het totale nettovermogen van België

(1) De huishoudens die periodieke schuldaflossingen doen vormen een beperktere groep dan de huishoudens met schuld. Een aantal daarvan doet geen afbetalingen op het moment van het interview, zoals huishoudens met een schuld die in één enkele keer wordt terugbetaald, bv. kredietkaardschulden en schulden bij particulieren, of huishoudens met betalingsproblemen.

GRAFIEK 15 GEDETAILLEERDE VERDELING VAN HET NETTOVERMOGEN IN BELGIË
(percentielwaarden, correctie voor inflatie en foutenmarges in duizenden euro's)



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014, voorlopige gegevens).

(1) Het nettovermogen van 2014 in euro's van 2010, gecorrigeerd voor de inflatie (HICP) tussen 2010 en 2014.

ongeveer stabiel is gebleven rond 60 % (61 % in 2010 en 59 % in 2014). Wanneer deze analyse wordt verfijnd door kleinere bevolkingsgroepen te onderzoeken, zonder het voorbehoud in verband met de foutenmarges uit het oog te verliezen, blijkt dat het aandeel van de 10 % rijkste huishoudens stabiel is gebleven op 43 à 44 %, dat van de 5 % meest vermogende op 30 à 31 %, en dat van de 1 % rijkste huishoudens op 12 % van het totale nettovermogen van de Belgische huishoudens. Daarbij valt echter op te merken dat de aanzienlijke foutenmarges voor extreme waarden in de gegevens de enquêtes minder geschikt maken voor analyses van kleine groepen, zoals het aandeel van de 1 % rijkste huishoudens in het totale vermogen. Bovendien moet erop worden gewezen dat de allerrijkste gezinnen doorgaans geen deel uitmaken van de respondenten⁽¹⁾, waardoor de resultaten van de enquête de rijkdom aan de top allicht onderschatten.

Dit komt ook tot uiting wanneer de geaggregeerde resultaten van de HFCS worden vergeleken met macro-economische

statistieken van de financiële rekeningen en vastgoedramingen. Hoewel een dergelijke vergelijking niet als een benchmark mag worden beschouwd (de concepten en populaties van de survey en de macrobronnen komen niet volledig overeen, en de macrostatistieken zijn ook onderhevig aan onnauwkeurigheden), kan ze toch leerrijk zijn. Zo blijkt dat de survey in België zeer goed de inkomens, schulden en reële activa registreert, maar minder goed de financiële activa, hoewel nog steeds beter dan in de andere landen⁽²⁾. Dit hoeft niet te verwonderen, aangezien financiële rijkdom zeer ongelijk verdeeld is en sterk geconcentreerd is bij een klein deel van de bevolking, dat – zoals gezegd – moeilijk te bereiken is voor een enquête.

Conclusie

In dit artikel worden de structuur en de verdeling van de inkomens en vermogens van de huishoudens onderzocht aan de hand van de Household Finance and Consumption Survey (HFCS). De reële en financiële activa worden samen met de schulden besproken, wat resulteert in een analyse van het nettovermogen van de huishoudens. Meer bepaald worden, op basis van voorlopige gegevens, de grote lijnen van de tweede golf van de HFCS in België (2014) geschetst en vergeleken met de resultaten van de eerste golf (2010).

Uit die eerste resultaten blijkt dat de inkomens- en de vermogensverdeling al met al vrij stabiel zijn gebleven

(1) De rijkste huishoudens in het staal van dergelijke enquêtes hebben typisch een nettovermogen van niet meer dan enkele tientallen miljoenen euro's, of aanzienlijk minder dan de enkele miljarden die de rijkste huishoudens in de meeste landen bezitten.

(2) Uit een vergelijking van de totale waarden in de HFCS met macrostatistieken die conceptueel zo weinig mogelijk verschillen (maar nooit perfect zijn), blijkt dat de arbeidsinkomens (loonsom) in de HFCS de macrocijfers volledig dekken (110 % in de eerste golf en 104 % in de tweede golf). Hetzelfde geldt voor de vastgoedeigendommen (113 % in de eerste golf en 101 % in de tweede golf) en in iets mindere mate voor de uitstaande hypothecaire schuld (88 % in de eerste golf en 93 % in de tweede golf). De dekking is kleiner voor de deposito's (77 % in de eerste golf en 56 % in de tweede golf), maar ze is in België groter dan in de andere landen (groter dan in alle andere landen in de eerste golf en groter dan in de landen waarvoor informele informatie beschikbaar is voor de tweede golf).

tussen de twee golven. Het aandeel van de 20 % rijkste huishoudens in het totale nettovermogen van België bleef stabiel rond 60 % (61 % in 2010 en 59 % in 2014). Wanneer wordt ingezoomd op kleinere groepen van de bevolking, blijkt dat het aandeel van de 10 % rijkste huishoudens stabiel bleef op 43 à 44 %, dat van de 5 % meest vermogende op 30 à 31 %, en dat van de 1 % rijkste huishoudens op 12 % van het totale nettovermogen van de Belgische huishoudens.

Hierbij dient echter te worden benadrukt dat enquêtegegevens steeds te kampen hebben met foutenmarges en dat deze marges aanzienlijk zijn voor de extreme waarden in de resultaten. Hierdoor zijn enquêtegegevens, hoewel ze vaak de enige beschikbare bron vormen, minder geschikt voor analyses van kleine groepen, zoals het aandeel van de 1 % rijkste huishoudens in het totale vermogen. Dit geldt des te meer wanneer dergelijke analyses zouden worden uitgevoerd op aparte vermogensbestanddelen, die soms maar door een beperkt aantal huishoudens worden aangehouden. Bovendien moet erop worden gewezen dat de allerrijkste gezinnen doorgaans geen deel uitmaken van de respondenten, waardoor de resultaten van de enquête de rijkdom aan de top allicht onderschatten.

Het vermogen van de middenklasse in België bestaat vooral uit de eigen woning van de huishoudens, aangevuld met voornamelijk deposito's. Deze middenklasse heeft gemiddeld ook de grootste hypothecaire schuld uitstaan. De meer vermogende huishoudens bezitten een woning die gemiddeld meer waard is dan die van de huishoudens uit de middenklasse, maar deze woning maakt gemiddeld minder dan de helft uit van het totale vermogen van die rijkere huishoudens. Hun rijkdom bestaat immers ook uit ander vastgoed, eigen bedrijven (zelfstandige zaken) en andere financiële activa (dan deposito's, zoals aandelen, obligaties en beleggingsfondsen), die overigens bijna uitsluitend bij deze huishoudens te vinden zijn. Hypothecaire leningen voor de aankoop van ander vastgoed worden eveneens vooral door meer vermogende huishoudens gesloten.

Uit een vergelijking van de enquêteresultaten voor 2010 en 2014 blijkt dat de beleggingen in (en de kredieten voor) ander vastgoed dan de eigen woning toenemen. Daarnaast nemen de huishoudens minder direct deel aan de beurs en de obligatiemarkt en zijn ze meer gaan beleggen in gemeenschappelijke beleggingsfondsen. Aangezien bijna uitsluitend de meer vermogende huishoudens dit soort activa bezitten, zijn het vooral de

portefeuillebeslissingen van deze huishoudens die dit algemene resultaat sturen.

De inkomens- en de vermogensverdeling zijn vrij gelijklopend. Huishoudens met een hoog inkomen hebben doorgaans ook een groot vermogen en omgekeerd. Toch zijn er ook huishoudens met een laag inkomen maar een groot vermogen (bijvoorbeeld gepensioneerden of mensen die geërfd hebben): 6 % van de huishoudens in het laagste inkomenskwintiel behoort tot het hoogste vermogenskwintiel. Aan de andere kant van het spectrum zijn er huishoudens met een hoog inkomen maar een klein vermogen (bijvoorbeeld jonge hoog opgeleide tweeverdieners): 4 % van de huishoudens in het hoogste inkomenskwintiel is te vinden in het laagste vermogenskwintiel.

Slechts relatief weinig oudere huishoudens, en al zeker geen alleenstaande, behoren tot het hoogste inkomenskwintiel. Niettemin maken relatief veel ouderen deel uit van het hoogste vermogenskwintiel. De soms moeilijke positie van alleenstaanden, zonder maar vooral met kinderen, blijkt ook uit de cijfers: zij behoren vooral tot de lage inkomens- en vermogenskwintielen. De inkomsten uit kapitaal (interesten, dividenden en huurgelden), die hoofdzakelijk ten goede komen aan de meest vermogende huishoudens, zijn tussen 2010 en 2014 gemiddeld gedaald. Dit houdt in de eerste plaats verband met de verlaagde rente.

Terwijl financiële activa moeilijk volledig te vatten zijn met enquêtes, omdat ze zeer sterk geconcentreerd zijn bij een kleine groep van huishoudens, worden reële activa, schulden en inkomens veel beter en vollediger geregistreerd. Dit maakt de gegevens zeer geschikt voor prudentiële analyses van risico's op de kredietmarkten. De resultaten van de enquête tonen een toename van de participatie en de uitstaande bedragen voor alle types van kredieten. Een meer gedetailleerde analyse wijst op het bestaan van potentiële risico's op de hypotheekmarkt, vooral bij eenoudergezinnen en in mindere mate bij alleenstaanden zonder kinderen. Zo heeft één op de tien eenoudergezinnen meer dan 30 % van het gezinsinkomen nodig om een hypothecaire lening af te betalen, zijnde één op de vier huishoudens met een dergelijke schuld in deze categorie.

De voorlopige resultaten van de vermogensenquête van de Bank worden verder verwerkt binnen het Household Finance and Consumption Network (HFCN), en zullen einde 2016 samen met de gegevens voor andere landen van het eurogebied gepubliceerd worden. De derde golf van de HFCS is gepland in 2017, met publicatie van de resultaten in 2019.

Bibliografie

Bover O., J.M. Casado, S. Costa, Ph. Du Caju, Y. McCarthy, E. Sierminska, P. Tzamourani, E. Villanueva en T. Zavadil (2016), 'The distribution of debt across euro area countries: the role of individual characteristics, institutions and credit conditions', *International Journal of Central Banking*, 12(2), 71-128.

De Backer B., Ph. Du Caju, M. Emiris en Ch. Van Nieuwenhuyze (2015), 'Macro-economische determinanten van non-performing loans', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 47-67.

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

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

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

Du Caju Ph., F. Rycx en I. Tojerow (2016), *Unemployment risk and over-indebtedness: a microeconomic perspective*, ECB, Working Paper 1908.

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

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

Meer informatie over het HFCN en de HFCS is te vinden op de website van de Europese Centrale Bank: http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_hfcn.en.html

De buitenlandse directe investeringen in en van België

C. Duprez

Ch. Van Nieuwenhuyze^(*)

Inleiding

De buitenlandse directe investeringen (BDI) in België zijn aanzienlijk. In 2014 bedroegen ze 216% bbp, zodat België op basis van deze ratio de 14^{de} plaats op de wereldranglijst inneemt, tegen de 25^{ste} plaats voor het nominale bbp⁽¹⁾. Volgens een enquête van EY (2015) bij ongeveer 800 internationale investeerders is België het op vier na meest aantrekkelijke Europese land. Die investeerders noemen als troeven van België zijn centrale ligging in de EU, de inzetbaarheid van geschoolde arbeidskrachten, de mogelijkheden inzake onderzoek en ontwikkeling, een toegankelijk aanbod van subsidies en overheidssteun en de beschikbaarheid van industrieterreinen. Als belemmeringen beschouwen ze daarentegen de belastingdruk, de hoge loonlasten, grote verkeersopstopproblemen, de macht van de vakbonden en de langdurige en complexe administratieve procedures⁽²⁾.

Tal van regeringen staan voor de opgave om BDI aan te trekken. In de economische literatuur worden enkele voordelen voor de gastlanden opgesomd. Ze vormen een stabiele financieringsbron, hebben technologische gevolgen, dragen bij tot de vorming van menselijk kapitaal, vergemakkelijken de integratie in het internationaal handelsverkeer en werken een meer competitief

klimaat voor de ondernemingen in de hand. Voor de geavanceerde landen zijn sommige van die gunstige effecten weliswaar minder belangrijk, omdat er binnenlandse financieringsbronnen bestaan en de bedrijven dichter in de buurt komen van de efficiëntiegrens. Via BDI ontstaan niettemin internationale banden die de opname in de mondiale waardeketens vergemakkelijken en kunnen leiden tot de overdracht van knowhow en kennis. Directe investeringen hebben echter ook nadelen, zoals het verlies aan controle over de besluitvorming in bepaalde sleutelsectoren, de geringere aandacht voor sociale aspecten en voor het milieu bij multinationals, of de volatielere belastinggrondslag.

In België werden verschillende maatregelen genomen om BDI aan te trekken. In het verleden kregen de ondernemingen die de financiële transacties van hun groep centraliseerden, een bijzonder fiscaal statuut via het stelsel van de coördinatiecentra. De belastingaftrek voor risicokapitaal, de zogenoemde notionele interestaftrek, die in 2006 in werking trad, werd vervolgens in de Belgische belastingwetgeving opgenomen, nadat het stelsel van de coördinatiecentra door de Europese Commissie onverenigbaar was geacht met de regels inzake staatssteun. Deze maatregel beoogt het eigen vermogen van de in België gevestigde bedrijven te versterken, door hen de gelegenheid te bieden van hun belastinggrondslag een bedrag af te trekken van fictieve interesten op hun 'gecorrigeerd' eigen vermogen⁽³⁾. Andere regelingen, zoals de rulings, de vrijstelling van roerende voorheffing op bepaalde dividenden of de maatregelen ten gunste van onderzoek en ontwikkeling vervolledigen het arsenaal aan maatregelen om BDI aan te trekken⁽⁴⁾. Behalve de federale overheid trachten ook gewestelijke agentschappen de buitenlandse investeringen

(*) Dit artikel kwam tot stand dankzij bijdragen van H. Dewachter, E. Dhyne, L. Dresse en Ch. Piette en gewaardeerde voorbereidende dataverwerking door A. Antoons en haar team.

(1) Volgens de gegevens van de UNCTAD.

(2) Zie onder meer Bisciari en Piette (2007).

(3) De maatregel werd ook gerechtvaardigd door het streven om het verschil in fiscale behandeling tussen schuldfinanciering en financiering via eigen vermogen te verkleinen. Zie Burggraeve *et al.* (2008) voor meer informatie. Over het algemeen is het tarief voor de berekening van de belastingaftrek gelijk aan de gemiddelde rentevoet op tienjaars lineaire obligaties van de Belgische overheid tijdens het derde kwartaal van het voorlaatste jaar vóór het aanslagjaar.

(4) Zie <http://www.business.belgium.be> voor meer informatie.

te stimuleren in hun gewest (Flanders Investment & Trade, Brussels Invest & Export, Agence wallonne à l'Exportation et aux Investissements étrangers).

De Belgische directe investeringen in het buitenland krijgen algemeen beschouwd minder aandacht⁽¹⁾. Traditioneel zorgen uitgaande BDI voor ongerustheid, aangezien ze dikwijls als een eerste etappe naar een potentiële delokalisatie van de activiteit worden beschouwd. Voorts beschikt België ten opzichte van zijn buurlanden over minder internationale kampioenen⁽²⁾. In 2014 deden nochtans bijna 600 Belgische moederondernemingen directe investeringen in het buitenland. Deze werpen immers voordelen af. Ze vergemakkelijken de toegang tot nieuwe markten of tot middelen die in België niet of slechts tegen hogere prijzen beschikbaar zijn. Bovendien leiden ze, net als trouwens de inkomende BDI, voor de onderneming tot productiviteitswinsten en schaalvoordelen via een betere organisatie van de productieketen. Op macro-economisch vlak vormen ze voor een nettocrediteurland als België een instrument om het spaargeld te mobiliseren. In tegenstelling tot

portefeuillebeleggingen garanderen ze een zekere beslissingsmacht die het rendement gunstig kan beïnvloeden.

Dit artikel heeft tot doel de recente economische gevolgen voor België van de inkomende en uitgaande BDI te onderzoeken. In het eerste deel worden de mondiale context en de ontwikkelingen voor België toegelicht. Het tweede deel handelt over de financiële aspecten. Daarin wordt onder meer de aandacht gevestigd op een specifiek kenmerk dat België onderscheidt van de meeste geavanceerde landen, namelijk zijn negatieve nettopositie inzake BDI. Andere landen investeren immers meer in ons land dan België in het buitenland. Voorts wordt gewezen op het lage rendement van de Belgische uitgaande BDI en op de gevolgen hiervan voor het lopend saldo. In het derde deel wordt getracht de reële aspecten van de BDI te beschrijven. Daarbij wordt het aandeel van de multinationals geschetst in de toegevoegde waarde, de werkgelegenheid en de bijdrage tot de handelsbalans. In dit deel wordt eveneens de rol van de buitenlandse kapitaalinstroom als financieringsbron van de reële investeringen in België beoordeeld. Gelet op de voorbeelden van multinationals die de afgelopen jaren hun activiteiten in België besloten stop te zetten of terug te schroeven, wordt ten slotte het voortbestaan van dochterondernemingen in België en het werkgelegenheidsverloop sinds de economische crisis van 2008-2009 geanalyseerd.

(1) Hierbij wordt echter verwezen naar Dhyne en Guerin (2014) voor een analyse van de impact van nieuwe en voor het eerst verrichte Belgische investeringen in het buitenland.

(2) Terwijl de buurlanden, volgens de UNCTAD, in 2013 verscheidene bedrijven in de mondiale top 100 telden, had België maar één dergelijke onderneming (AB Inbev).

Kader – Buitenlandse directe investeringen: begrippen en definities

Er is sprake van een buitenlandse directe investering wanneer een entiteit een duurzaam belang verwerft in een entiteit die in een ander land gevestigd is. Het begrip duurzaam belang impliceert dat er een langetermijnrelatie bestaat tussen de directe investeerder en het bedrijf waarin deze investeert en dat die investeerder een belangrijke invloed uitoefent op het beleid van dat bedrijf. Op grond van de voorschriften van het IMF wordt verondersteld dat er een duurzaam belang en dus een buitenlandse directe investering is wanneer de investeerder minstens 10 % van het kapitaal of van de stemrechten van een buitenlandse onderneming bezit.

Wanneer de investeerder een buitenlandse onderneming is die participaties verwerft in een binnenlandse onderneming (i.e. dochteronderneming), is er sprake van inkomende BDI. Uitgaande BDI worden opgetekend wanneer een binnenlandse onderneming (i.e. moederonderneming) investeert in een buitenlandse onderneming⁽¹⁾.

Via de directe-investeringsstromen bouwt de investeerder een BDI-positie op, ook het uitstaand bedrag genoemd. De verandering doorheen de tijd van een positie hangt echter niet alleen af van de BDI-stromen, aangezien ze ook beïnvloed wordt door herwaarderingen, dat wil zeggen schommelingen van de prijzen of de wisselkoersen, alsook door andere aanpassingen, zoals de herschikking of annulering van schulden.

(1) Indien de bron het mogelijk maakt, meten we in dit artikel de directe investeringen op basis van de activa en passiva die een land via de directe investeringen aangaat. Volgens de terminologie van BPM6 overtreffen deze activa en passiva respectievelijk de uitgaande en inkomende investeringen, aangezien de kredietverlening van dochterondernemingen aan hun moedermaatschappij in deze laatste in mindering wordt gebracht.

De BDI omvatten de initiële transactie (minimum van 10%), de latere financiële transacties (waaronder die van minder dan 10%) tussen de beide entiteiten alsook de kredietverlening tussen zusterondernemingen van dezelfde internationale groep. Die participaties kunnen de vorm aannemen van een oprichting van bedrijven of instellingen (zogenoemde greenfield-investeringen) of fusies en overnames.

Er bestaan twee grote categorieën van BDI:

- De investeringen in eigen vermogen omvatten het aandelenkapitaal, de inschrijvingen op kapitaalverhogingen, de investeringen in vastgoed en de geherinvesteerde winsten, dat is het gereserveerde niet-uitgekeerde deel van de courante bedrijfsresultaten van de dochterondernemingen;
- Het ‘overig kapitaal’ of ‘leningen tussen verbonden ondernemingen’ omvat, enerzijds, leningen tussen de directe investeerders en de ondernemingen waarin ze hebben geïnvesteerd, en anderzijds leningen tussen ondernemingen van dezelfde groep die in verschillende landen gevestigd zijn, zelfs wanneer die ondernemingen geen directe band in de vorm van maatschappelijk kapitaal hebben.

Deze analyse berust op gegevens over stromen, uitstaande bedragen en inkomens uit BDI die werden verzameld volgens de beginselen van de 6^{de} editie van het betalingsbalanshandboek (BPM6)⁽¹⁾. De analyseperiode is evenwel beperkt, aangezien die gegevens pas beschikbaar zijn vanaf 2008 of zelfs vanaf 2013 voor de nieuwe reeksen die in het kader van het BPM6 werden ingevoerd, zoals de inkomens uit BDI. De inkomens, die worden geregistreerd in een post van de lopende rekening, bestaan uit de interesten, de dividenden en de geherinvesteerde winsten. De herwaarderingen van de uitstaande bedragen zijn er echter niet in begrepen. Hierbij moet worden gepreciseerd dat de interesten en dividenden niet in de BDI-stromen zijn opgenomen, in tegenstelling tot de geherinvesteerde winsten.

Ten slotte is het nuttig te verduidelijken dat er sprake is van een buitenlandse directe investering wanneer een onderneming participaties (van meer dan 10%) aanhoudt in een buitenlandse onderneming. Deze laatste kan evenwel een instelling met louter een financieel doel zijn, die geen echte economische rol vervult voor het land waar ze gevestigd is. Daarnaast omvat de groep van Belgische multinationals niet alleen de leidende grote ondernemingen van de private sector. Ook kleine ondernemingen of overheidsbedrijven kunnen eveneens buitenlandse participaties bezitten of deels in buitenlandse handen zijn.

(1) Zie IMF (2009) voor meer informatie.

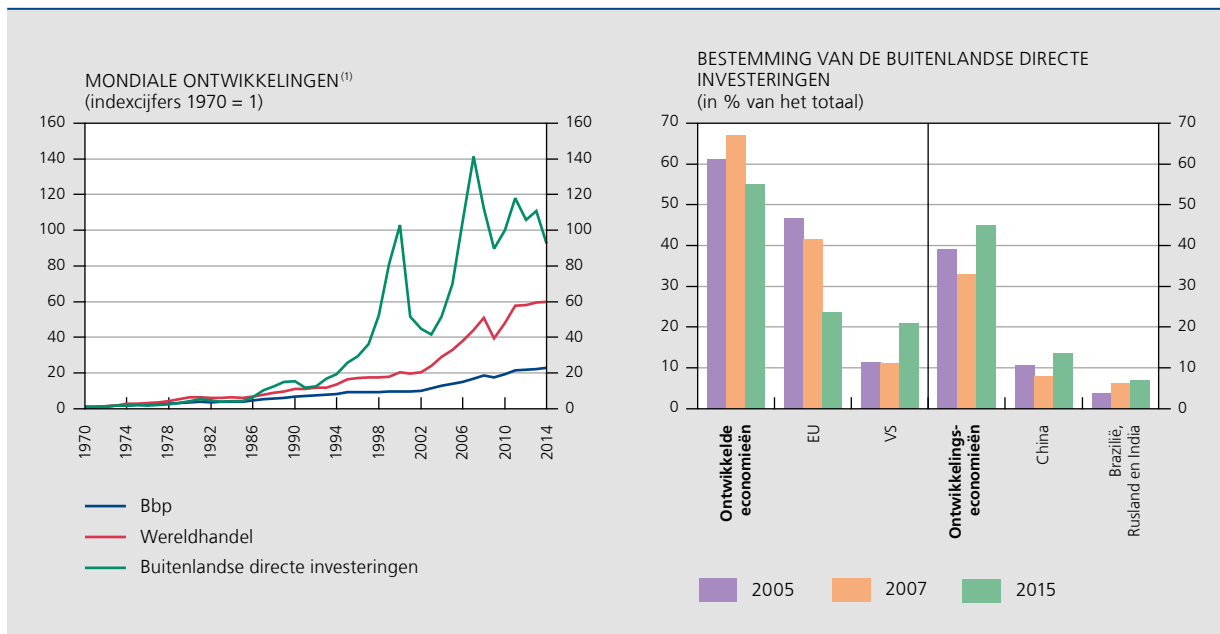
1. Mondiale en nationale tendensen

Net als de andere vormen van grensoverschrijdende financiering zijn de BDI (zowel de inkomende als de uitgaande) sinds de financiële crisis teruggelopen, in het bijzonder in de Europese Unie. In dit hoofdstuk worden enkele internationale tendensen geschetst en wordt nagegaan of de recente ontwikkelingen in België daarbij aansluiten. Terwijl in paragraaf 1.1 de stromen worden geanalyseerd, wordt in paragraaf 1.2 dieper ingegaan op de omvang van de uitstaande BDI-bedragen en wordt onderzocht of die in overeenstemming zijn met de economische theorie.

1.1 Verloop van de directe-investeringsstromen

De BDI zijn de afgelopen decennia, mondiaal beschouwd, zeer sterk gegroeid, veel sterker dan het bbp en de wereldhandel. De jaarlijkse BDI zijn momenteel ongeveer het honderdvoud van wat ze waren aan het begin van de jaren zeventig en eind 2014 beliepen ze \$ 1,2 biljoen. Ter vergelijking: de uitvoer nam over die periode toe met een factor 60, het bbp met een factor 20.

De BDI worden algemeen beschouwd als een maatstaf van financiële integratie vermits ze een grensoverschrijdende financiering impliceren. Gemeten aan de hand van die investeringen, heeft de financiële integratie gaandeweg aan



Bronnen: OESO, UNCTAD.

(1) Nominale ontwikkelingen. Buitenlandse directe investeringen gemeten aan de hand van de inkomende buitenlandse directe investeringen, wereldhandel gemeten aan de hand van de goederenuitvoer. Theoretisch zouden op wereldschaal de inkomende buitenlandse directe investeringen moeten overeenstemmen met de uitgaande, en de uitvoer met de invoer. In de praktijk bestaan er echter statistische verschillen tussen deze concepten.

belang gewonnen ten opzichte van de handelsintegratie. De literatuur maakt gewag van een wisselwerking tussen de financiële en de handelsintegratie. Die interactie zou in beide richtingen werken (Aizenman en Noy, 2006). Enerzijds zou een toename van de internationale handel de vraag naar internationale financiering en, derhalve, de BDI stimuleren en, anderzijds, zouden de BDI, in het bijzonder wanneer ze een verticale integratie op internationaal vlak beogen, de uit- en invoer stimuleren⁽¹⁾.

De financiële stromen zijn volatieler dan de handelsstromen. BDI zijn immers gevoelig voor veranderingen in de risicobereidheid en -perceptie. Daarnaast is de volatiliteit ook een gevolg van de schommeling van de activaprijzen. Overnames en fusies worden gewaardeerd tegen marktwaarde en niet zelden is er een opstoot van

het aantal overnames op het ogenblik dat ze relatief duur zijn en de financiële markten fors aantrekken. Zo piekten de BDI toen de aandelenmarkten een hoogtepunt bereikten, net vóór de dotcomcrisis aan het begin van de jaren 2000 en de financiële crisis van 2007-2008. Een bepaalde operatie (bv. een overname) kan ook aanleiding geven tot meerdere financiële transacties en derhalve de BDI-cijfers opdrijven, bijvoorbeeld indien de overname verloopt via een intermediaire entiteit, zoals een holding.

Het aandeel van de ontwikkelde economieën, en in het bijzonder dat van de Europese Unie, in de totale ontvangen BDI is door de financiële crisis overigens aanzienlijk geslonken ten voordele van de opkomende economieën. Tervijl de EU⁽²⁾ vóór de financiële crisis nog bijna de helft van de totale BDI aantrok, is haar aandeel in 2015 teruggelopen tot 24%. Dat is grotendeels toe te schrijven aan minder intensieve directe-investeringsstromen tussen de verschillende EU-lidstaten. In de EU nam niet alleen het via de banken verlopende grensoverschrijdende kapitaalverkeer sterk af, ook de BDI liepen terug⁽³⁾. De Verenigde Staten wisten beter stand te houden, hoewel de toename van de BDI er in 2015 verband zou hebben gehouden met een aantal herstructureringen van groepsstructuren, en niet zou wijzen op een duurzaam herstel (UNCTAD, 2016).

(1) Verticale integratie betekent dat de productie van een goed of een dienst opgedeeld wordt in verschillende fasen die in diverse landen plaatsvinden teneinde comparatieve voordelen aan te wenden en de kosten terug te dringen. Dit sluit aan bij het concept van de mondiale waardeketens ('global value chains'). Daartegenover staan de directe investeringen die een horizontale integratie beogen, wat erop neerkomt dat in het buitenland identiek hetzelfde product wordt geproduceerd.

(2) In dit artikel betreffen de statistieken voor de EU en het eurogebied het aggregaat van de individuele landen; aldus omvatten ze de investeringen tussen de diverse lidstaten.

(3) Van alle vormen van grensoverschrijdende financiering werden de directe investeringen tijdens de crisis initieel evenwel het minst getroffen. Over het algemeen zijn de directe investeringen minder volatiel dan portefeuillebeleggingen en andere investeringen (Lipsey, 1999), wat kan worden verklaard door hun langetermijnkarakter.

Het toenemende belang van de ontwikkelingseconomieën in de BDI impliceert dat hun economische groeiversnelling ook gepaard gaat met een sterkere financiële integratie, zowel onderling als met de rest van de wereld. Ook een minder stringent regelgevend kader inzake de openheid voor buitenlands kapitaal (bv. soepelere goedkeuringsprocedures voor buitenlands kapitaal, afschaffen van limieten op buitenlanders in het bestuur) heeft daartoe bijgedragen (OECD, 2015). Hun aandeel in de totale ontvangen BDI beliep in 2015 naar raming 45%. De BRIC-landen ontvangen ongeveer de helft van alle directe investeringen die naar de ontwikkelingseconomieën stromen. Van de BRIC-landen weet China de meeste BDI aan te trekken. Vergelijkbare conclusies worden verkregen op basis van de uitgaande BDI, hoewel het gewicht van de ontwikkelingseconomieën daarin geringer is vanwege hun status van nettodebiteur.

Net als in de EU, zijn ook in België de BDI in de nasleep van de financiële crisis teruggelopen. Vanaf 2013 is er zelfs sprake van desinvesteringen (i.e. negatieve stromen ten belope van gemiddeld 3 à 5% bbp per jaar). Dat betreft zowel de BDI in België als de Belgische BDI in het buitenland, terwijl beide over de periode 2008-2012 gemiddeld nog ongeveer 20% bbp per jaar beliepen. De sterke toename en de plotse afname van de BDI moeten evenwel ook worden gezien tegen de achtergrond van het mechanisme van de notionele interestaftrek. Als gevolg van die fiscale stimulans bevatten de BDI in en van België heel wat 'transitkapitaal', dat is kapitaal dat het

land binnenkomt en het meestal ook onmiddellijk weer verlaat. Wanneer dat kapitaal België binnenkomt, neemt het om fiscale redenen vaak de vorm aan van aandelen; wanneer het België verlaat, is dat in de vorm van een (intragroeps)krediet.

Hoewel er macro-economisch geen directe maatstaf voorhanden is voor dat transitkapitaal⁽¹⁾, doet de samenstelling van de directe-investeringsstromen vermoeden dat een afname van dat transitkapitaal sinds 2013 in hoge mate verantwoordelijk is voor de daling van de BDI. Het buitenland heeft immers voornamelijk zijn aandelenparticipaties in België afgebouwd, terwijl België zijn kredietverstrekking aan het buitenland heeft teruggeschroefd. Net het omgekeerde deed zich overigens voor tijdens de opwaartse fase in 2008-2012, toen België voornamelijk BDI ontving in de vorm van aandelen, en de Belgische BDI hoofdzakelijk gebeurden door middel van kredieten. De afbouw van dat transitkapitaal houdt verband met het feit dat het door de notionele interestaftrek geboden voordeel is verkleind. Het is hoofdzakelijk afgenomen in het zog van de op de Belgische overheidsobligaties dalende langetermijnrente waaraan het gekoppeld is.

Dat het transitkapitaal, wanneer het België binnenkomt en verlaat, grotendeels uit respectievelijk aandelen en kredieten bestaat, blijkt ook uit het aandeel van de holdings in de diverse vormen van BDI. Het transitkapitaal verloopt immers vaak via een in België gevestigde holding. Holdings⁽²⁾ hebben een relatief groot gewicht in het totale aandelenkapitaal dat België aantrekt (38,9%) en in de kredieten die België verleent (46,5%). Hun gewicht in de andere financiële transacties is beperkter, vooral in de aandelenverwervingen in het buitenland (14,5%).

(1) Een analyse van alle aan het transitkapitaal verbonden stromen vereist individuele gegevens op ondernemingsniveau, aangezien – door aggregatie – bepaalde stromen elkaar kunnen compenseren, zie paragraaf 3.2.

(2) De holdings werden beschouwd als de ondernemingen die behoren tot de sector 'Financiële instellingen en kredietverstrekkers binnen concernverband' (S.127) van de nationale rekeningen.

TABEL 1 BUITENLANDSE DIRECTE INVESTERINGEN IN EN VAN BELGIË: STROMEN

	Gemiddelde jaarlijkse stroom (in % van het Belgische bbp)		Aandeel van holdings in de uitstaande bedragen (in % van het totaal)
	2008-2012	2013-2015	2014
Buitenlandse directe investeringen in België	22,0	-4,8	38,2
Aandelen en geherinvesteerde winsten	12,6	-3,9	38,9
Kredieten	9,3	-1,0	36,9
Directe investeringen van België in het buitenland	18,5	-3,1	34,2
Aandelen en geherinvesteerde winsten	6,2	4,5	14,5
Kredieten	12,2	-7,6	46,5
<i>p.m. Tarief voor notionele interestaftrek, gemiddelde over de beschouwde periode (in %)</i>	<i>3,8</i>	<i>2,3</i>	

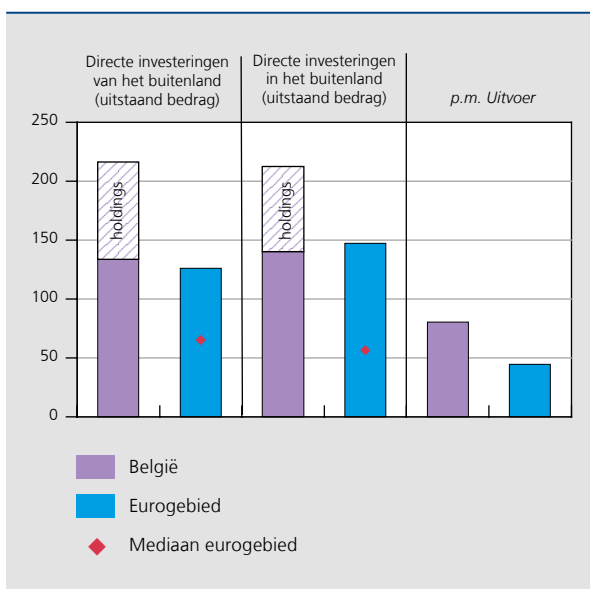
Bron: NBB.

1.2 Omvang van de uitstaande buitenlandse directe investeringen en verband met het economisch ontwikkelingsniveau

Behalve belangrijke handelsrelaties onderhoudt België met de rest van de wereld ook intensieve financiële relaties. De verhouding van de inkomende en uitgaande BDI tot het bbp (in 2014 respectievelijk 216 % en 213 % bbp) ligt in België aanzienlijk hoger dan in het eurogebied (respectievelijk 126 % en 147 % bbp)⁽¹⁾. De BDI bevestigen aldus de positie van België als kleine, open economie.

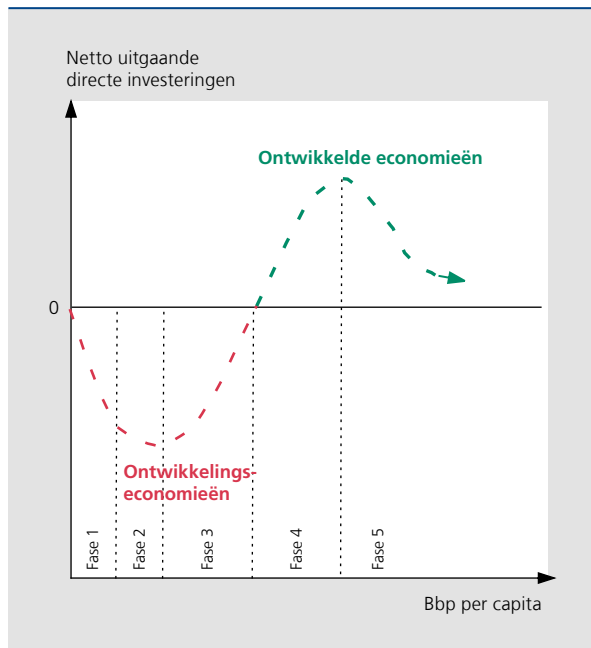
Die investeringen betreffen echter in hoge mate transitkapitaal. Opvallend is het aanzienlijk belang van holdings in de BDI in en van België. Ongerekend die holdings is de omvang van de Belgische uitstaande BDI vergelijkbaar met die in het eurogebied. Toch blijft België behoren tot de landen met een relatief grote financiële openheid. Zo zijn ook in andere landen holdings actief, maar daar kan op basis van de cijfers niet voor worden gecorrigeerd. Het totaal van het eurogebied wordt overigens opgetrokken door enkele landen waar de BDI extreme waarden bereiken ten opzichte van het bbp, bijvoorbeeld Luxemburg (een ratio van meer dan 8 000 % bbp), waarvan mag worden verondersteld dat het voor een groot deel eveneens transitkapitaal betreft (Genson, 2013). Daarom is het wellicht zinvoller te vergelijken met de mediaan van het eurogebied, waarvan de openheid aanzienlijk kleiner is dan die van België (zie grafiek 2).

GRAFIEK 2 BUITENLANDSE DIRECTE INVESTERINGEN: UITSTAANDE BEDRAGEN
(in % bbp, 2014)



Bronnen: ECB, NBB.

GRAFIEK 3 HET ONTWIKKELINGSPAD VAN DUNNING VOOR DE BUITENLANDSE DIRECTE INVESTERINGEN



Bronnen: Dunning (1981), NBB.

Mede door de impact van het transitkapitaal kan de omvang van de BDI moeilijk worden gekoppeld aan de structurele eigenschappen van een economie en kan ook moeilijk worden nagegaan of een land nu relatief veel of weinig directe investeringen aantrekt en doet in het buitenland. In dat opzicht verdient het aanbeveling zich te baseren op de netto uitgaande BDI (i.e. het verschil tussen de uitgaande en de ontvangende BDI). Het transitkapitaal heeft daar geen impact op omdat het in principe een nulsaldo heeft.

De relatief beperkte literatuur over de omvang van de BDI focust dan ook op dat nettoconcept. Volgens Dunning (1981) is de omvang van de netto uitgaande BDI afhankelijk van het ontwikkelingsstadium waarin een economie zich bevindt. Hij onderscheidt de volgende vijf fasen:

- eerste fase: de netto uitgaande BDI zijn gelijk aan nul of licht negatief, zowel de inkomende als de uitgaande BDI zijn verwaarloosbaar. Een licht negatief saldo kan worden verklaard door natuurlijke rijkdommen die buitenlandse investeringen aantrekken. Het betreft

(1) Zoals eerder vermeld, werden de cijfers van het eurogebied berekend als het aggregaat van de lidstaten en omvatten ze, net als voor de individuele landen, de directe investeringen met zowel landen buiten het eurogebied (extra) als landen binnen het eurogebied (intra). De officiële betalingsbalans en IIP-statistieken van het eurogebied brengen enkel de relaties met landen buiten het eurogebied in rekening. Volgens die gegevens kwamen de inkomende en uitgaande directe investeringen (extra-eurogebied) in 2014 op respectievelijk 66 % en 84 % bbp uit.

hier de minst ontwikkelde economieën, met nauwelijks of geen 'locatievoordelen' (aantrekkingskracht van het land op economisch en juridisch vlak);

- tweede fase: de netto directe-investeringspositie wordt negatiever als gevolg van meer inkomende BDI die de uitgaande BDI overstijgen. Die landen kenmerken zich door toenemende locatievoordelen, vooral de uitbouw van een juridisch kader, een aantrekkende markt, een verkleining van de investeringsrisico's en het voorhanden zijn van goedkope arbeidskrachten;
- derde fase: hoewel de netto BDI nog negatief zijn, stijgen nu ook de uitgaande BDI door toenemende 'eigendomspecifieke voordelen'⁽¹⁾ van de bedrijven in het land (bedrijven worden concurrentiekrachtiger als gevolg van, onder meer, de kennisoverdracht die gepaard gaat met de inkomende BDI). De inkomende BDI beginnen te vertragen omdat de locatievoordelen, in het bijzonder het comparatieve voordeel in de arbeidsintensieve productie, beginnen af te nemen als gevolg van toenemende loonkosten;
- vierde fase: de netto directe-investeringspositie is nu positief. Als gevolg van toenemende eigendomsvoordelen zetten de bedrijven in deze landen steeds vaker de stap naar het buitenland (marktzoekend); bovendien worden de locatievoordelen van het eigen land kleiner als gevolg van de steeds duurder wordende arbeidskrachten waardoor ingezetene ondernemingen investeren in het buitenland (efficiëntiezoekend);
- vijfde fase: omdat volgens Dunning landen zich ontwikkelen van fase 1 naar fase 4 is het, theoretisch beschouwd, onmogelijk dat, op het ogenblik dat alle landen uiteindelijk in fase 4 zijn terechtgekomen, ze allemaal een positieve BDI-positie hebben. Op die manier zouden deze economieën zich in een

vijfde fase bevinden waarin zij kortstondige tekorten afwisselen met kortstondige overschotten.

Op basis van het inkomensniveau in de ontwikkelde economieën (inclusief België), waarvoor het bbp per capita een maatstaf kan zijn, wordt verwacht dat die economieën gekenmerkt worden door positieve netto uitgaande BDI, en dat de ontwikkelingseconomieën netto investeringen ontvangen.

Uit gegevens voor 2014 blijkt dat de omvang van de netto uitgaande BDI die de verschillende economieën in de wereld laten optekenen, door de theorie van Dunning afdoende wordt verklaard, zij het met België als opvallende uitzondering. Onder de ontwikkelde economieën die overwegend gekenmerkt worden door een uitgesproken positieve netto BDI, positioneert België zich licht negatief, wat betekent dat ons land meer directe investeringen ontvangt dan dat het er zelf doet in het buitenland. Dat spoort niet met ons ontwikkelingsniveau waarbij er, gelet op het doorgaans daarmee gepaard gaand spaaroverschot van een economie, een nettofinancieringsstroom zou moeten plaatsvinden van België naar het buitenland en niet omgekeerd, zoals blijkt uit de gegevens van de BDI⁽²⁾.

(1) Voordelen verbonden aan de onderneming zoals specifieke productietechnieken, kwaliteit van het management, een merknaam.

(2) Er zij opgemerkt dat de Belgische economie wel degelijk gekenmerkt wordt door een financieringsoverschot, dat evenwel hoofdzakelijk in de vorm van portefeuillebeleggingen en overige investeringen (hoofdzakelijk via de financiële sector) naar het buitenland vloeit en dus niet of nauwelijks via directe investeringen.

TABEL 2 NETTO UITGAANDE DIRECTE INVESTERINGEN⁽¹⁾: UITSTAANDE BEDRAGEN
(in % bbp, 2014)

Ontwikkelingseconomieën	-11,6	Ontwikkelde economieën	7,8
Afrika	-19,6	Europese Unie	6,8
Azië en Oceanië	-49,3	België	-3,4
China	-3,4	Duitsland	16,0
India	-6,0	Frankrijk	21,2
Latijns-Amerika en de Caraïben	-21,3	Nederland	97,8
Zuidoost-Europa en GOS	8,2	Verenigde Staten	5,2
Rusland	2,9	Andere ontwikkelde economieën	6,8
<i>p.m. BRIC</i>	-5,2	Totaal wereld	0,0

Bronnen: ECB, UNCTAD, NBB.

(1) Verschil tussen de uitgaande en inkomende BDI, een positief (negatief) cijfer wijst op de opbouw van netto vorderingen (verplichtingen) ten aanzien van het buitenland.

2. Financiële aspecten: bieden de directe investeringen de Belgische economie een financiële return?

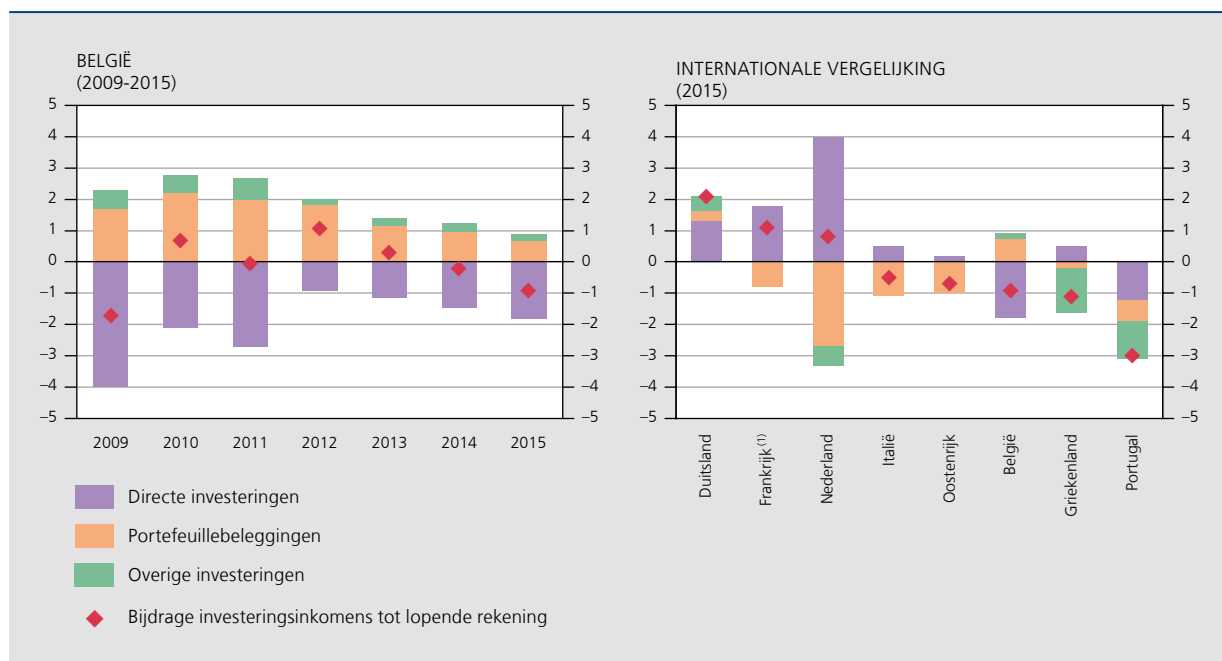
Aan de hand van nieuwe gegevens over de BDI (de nieuwe boekhoudkundige regels (BPM6) voorzien in de registratie van de erop verworven inkomens, zie Kader) kan het financieel rendement dat op de BDI wordt behaald, meer gedetailleerd worden geanalyseerd. Meer algemeen beschouwd, maakt het aan de BDI verbonden inkomen deel uit van het inkomen uit beleggingen in het buitenland, die naast de BDI ook andere vormen van investeringen omvatten. Het netto-inkomen dat een land uit die financiële transacties met het buitenland haalt, draagt bij tot de lopende rekening en, derhalve, tot het nettovermogen van een economie. In paragraaf 2.1 wordt eerst nagegaan of België uit zijn financiële transacties met het buitenland een inkomen verwerft ofwel een betaling aan het buitenland moet doen en wat daarin de bijdrage is van de BDI. In paragraaf 2.2 wordt vervolgens ingegaan op het rendement dat door de BDI wordt gegenereerd; tevens wordt getracht dat rendement te verklaren aan de hand van de omvang en de samenstelling van de BDI.

2.1 Inkomen uit de financiële transacties met het buitenland

De middelen die een land in een bepaald jaar in het buitenland belegt of van het buitenland leent, worden weergegeven in de financiële rekening van de betalingsbalans. Het via die instrumenten opgebouwd vermogen blijkt uit de statistieken van de internationale investeringspositie (IIP). Naast de BDI, worden drie andere grote categorieën van financiële instrumenten onderscheiden: portefeuillebeleggingen, overige investeringen (inclusief financiële derivaten) en officiële reserves.

Portefeuillebeleggingen omvatten, net als de BDI, beleggingen in aandelen en obligaties; alleen is er hier geen sprake van een investering die erop gericht is een duurzaam belang in een onderneming te verwerven. Terwijl BDI vaak plaatshebben tussen ondernemingen (fusies en overnames, enz.), gaan portefeuillebeleggingen vaak uit van particulieren, en verlopen ze al dan niet via de financiële sector. De overige investeringen zijn vorderingen in de vorm van chartaal geld, een deposito of een krediet. Vanwege hun aard worden deze voornamelijk opgebouwd via de financiële intermediairs (banken). Anders

GRAFIEK 4 NETTO-INVESTERINGSINKOMEN
(in % bbp)



Bronnen: EC, ECB, NBB.

(1) Laatste volledige gegevens voor Frankrijk: 2012.

dan bij de niet-financiële ondernemingen, wordt de kredietverlening tussen banken niet beschouwd als een directe investering, maar als een overige investering, zelfs wanneer er sprake is van een directe-investeringsrelatie. Reserves, ten slotte, zijn vorderingen op het buitenland die beschikbaar zijn voor, en waarop toezicht wordt uitgeoefend door de monetaire autoriteiten.

Het geheel van deze financiële vorderingen/verplichtingen genereert inkomens (dividenden, rente). Een land waarvan de vorderingen op het buitenland groter zijn dan de verplichtingen, boekt bij een gelijke samenstelling van activa en passiva doorgaans een positief netto-inkomen. Een land met meer verplichtingen dan vorderingen zal doorgaans een nettobetaling moeten verrichten aan het buitenland. Het positieve of negatieve saldo kan worden afgelezen uit de investeringsinkomensbalans⁽¹⁾.

Gelet op de zeer omvangrijke nettovorderingen van België op het buitenland (de nettobeleggingen in het buitenland – ook de netto internationale investeringspositie (NIIP) genoemd – bedroegen eind 2015 € 254 miljard of 62 % bbp), is het door die nettovorderingen gegenereerde netto-inkomen relatief gering. Sinds 2014 is het erop geboekte inkomenssaldo zelfs negatief (€ –3,7 miljard of –0,9 % bbp in 2015).

(1) Die balans is een onderdeel van de balans van de primaire inkomens die op haar beurt een onderdeel is van de lopende rekening. Het saldo van de investeringsinkomens is tevens een van de verschilpunten tussen het bruto nationaal product (bnp) en het bruto binnenlands product (bbp). Bij een positief saldo van de investeringsinkomensbalans ligt het bruto nationaal product (bnp) ceteris paribus hoger dan het bruto binnenlands product (bbp). Hoewel het saldo van de investeringsinkomens voor België negatief is, overschreed het Belgisch bnp in 2015 het bbp met 0,8 % als gevolg van de andere primaire inkomens, meer bepaald het netto-inkomen uit grensarbeid. Het batig verschil tussen het bnp en het bbp in België is sinds 2012 wel verkleind als gevolg van de verslechtering van het saldo van de investeringsinkomens.

Een uitsplitsing van de investeringsinkomens naar functionele classificatie toont aan dat België vooral voor de BDI een ongunstig saldo boekt. In 2015 vloeide op die manier netto € 7,5 miljard of 1,8 % bbp naar het buitenland. Binnen het eurogebied is dat een atypische situatie aangezien de meeste landen op nettobasis een positief inkomen verwerven uit hun directe-investeringsrelaties.

Het investeringsinkomen wordt beïnvloed door zowel een volume- als een prijseffect. Het volume-effect wordt bepaald door de omvang van de netto uitstaande BDI; het prijseffect door het rendement behaald op de BDI in en van België en het rendementsverschil daartussen. Het behaalde rendement wordt mede bepaald door de samenstelling van de BDI.

Dat België een lager inkomen boekt op de BDI dan zijn buurlanden houdt in de eerste plaats verband met een ongunstig volume-effect. De netto uitgaande BDI liggen veel lager dan in onze buurlanden. Ze zijn zelfs licht negatief (–0,5 % bbp in 2015). De enigszins negatieve nettopositie voor de BDI is opvallend gelet op de zeer omvangrijke totale nettobeleggingen van België in het buitenland (62 % bbp). De Belgische economie bouwt haar vermogen zodoende voornamelijk op in de vorm van portefeuillebeleggingen en overige investeringen, en veel minder via BDI. Een en ander heeft mogelijk te maken met het aanzienlijk financieel vermogen van de Belgische huishoudens dat hoofdzakelijk via de financiële sector naar het buitenland wordt gekanaliseerd. Er zij ook op gewezen dat de sterk positieve positie van de buurlanden inzake BDI, en meer bepaald van Nederland, wordt bepaald door met name de aanwezigheid van enkele grote multinationals, zoals Shell en Unilever.

TABEL 3 NETTO INTERNATIONALE INVESTERINGSPOSITIE (NIIP)⁽¹⁾: INTERNATIONALE VERGELIJKING
(in % bbp, 2015)

	BE	DE	FR	EA	NL
Directe investeringen	–0,5	18,6	22,2	20,9	97,9
waarvan: aandelen	–46,7	27,5	22,5	17,1	57,3
Portefeuillebeleggingen	27,2	3,1	–35,1	–28,7	–49,7
Overige investeringen	29,8	22,2	–10,3	–2,4	13,2
Reserve activa	5,4	5,3	5,8	6,2	5,2
NIIP	61,9	49,2	–17,4	–4,0	66,6

Bronnen: ECB, NBB.

(1) Verschil tussen de externe activa en externe verplichtingen. Een positief (negatief) cijfer wijst op netto vorderingen (verplichtingen) ten aanzien van het buitenland.

2.2 Rendement van de buitenlandse directe investeringen

Het netto-inkomen dat een land haalt uit zijn directe-investeringsrelaties met het buitenland hangt niet alleen af van het volume-effect (i.e. de nettopositie), maar ook van een prijseffect (i.e. het rendement).

Het rendement kan worden berekend als de verhouding van de in een bepaald jaar door de BDI gegenereerde inkomens (rente, dividenden en geherinvesteerde winsten⁽¹⁾) tot het uitstaande bedrag aan BDI in het voorgaande jaar. Eventuele waardeveranderingen van de BDI (bv. als gevolg van een schommeling van de aandelenprijzen of van een wisselkoerswijziging) worden volgens deze definitie niet als inkomen beschouwd.

Het rendement op de BDI van België bedroeg over de beschouwde periode (2013-2015) gemiddeld 2,5 %. Het rendement dat het buitenland haalt uit directe investeringen in België lag op 3,1 %. Doordat het rendement op de verplichtingen hoger uitkomt dan dat op de bezittingen, boekt België een negatief netto-inkomen

- (1) Dit betreft het gedeelte van de winst dat niet wordt uitgekeerd in de vorm van dividenden, maar dat wel toekomt aan de investeerder als gevolg van zijn directe investering.
- (2) Wanneer dit kapitaal België binnenkomt, neemt het om fiscale redenen (notionele interestaftrek) vaak de vorm aan van aandelen; wanneer het België verlaat, is dat dikwijls in de vorm van een krediet.

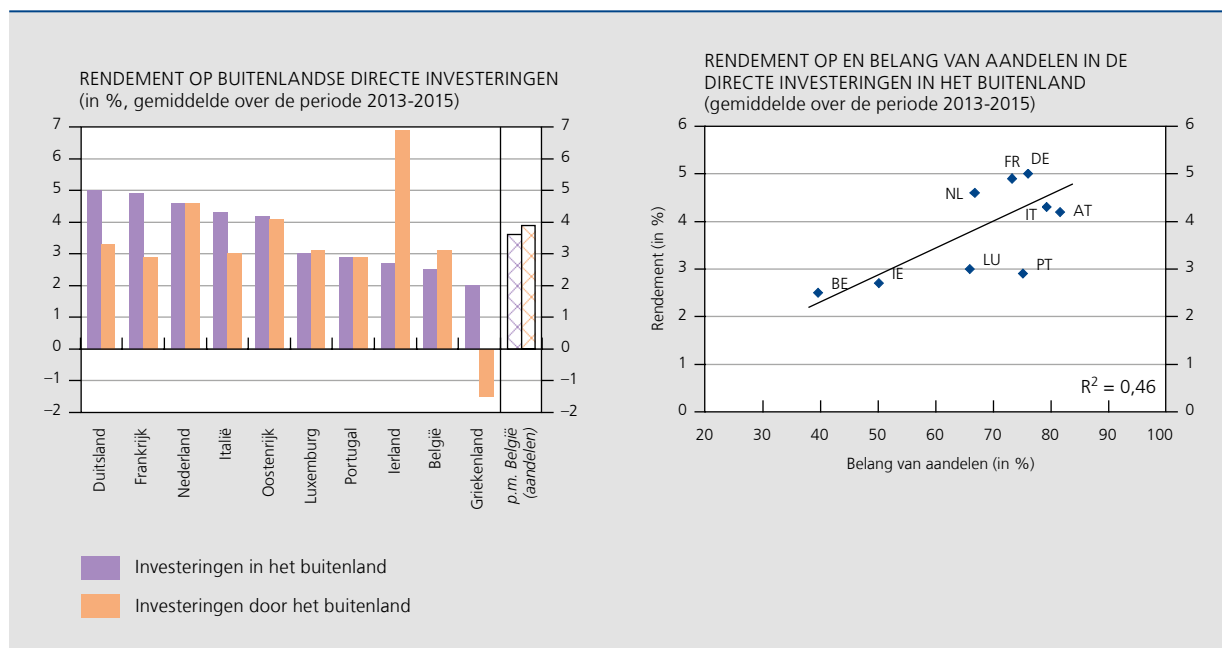
op de BDI, ook gelet op zijn licht negatieve netto directe-investeringspositie.

Dit ongunstig resultaat is veeleer toe te schrijven aan een té laag rendement op de directe investeringen van België in het buitenland dan aan een te hoog rendement op onze verplichtingen. Het rendement op de directe investeringen in België is immers vergelijkbaar met dat in onze buurlanden. Het rendement dat België op zijn directe investeringen in het buitenland verwerft, is echter het tweede laagste van de landen van het eurogebied waarvoor gegevens beschikbaar zijn.

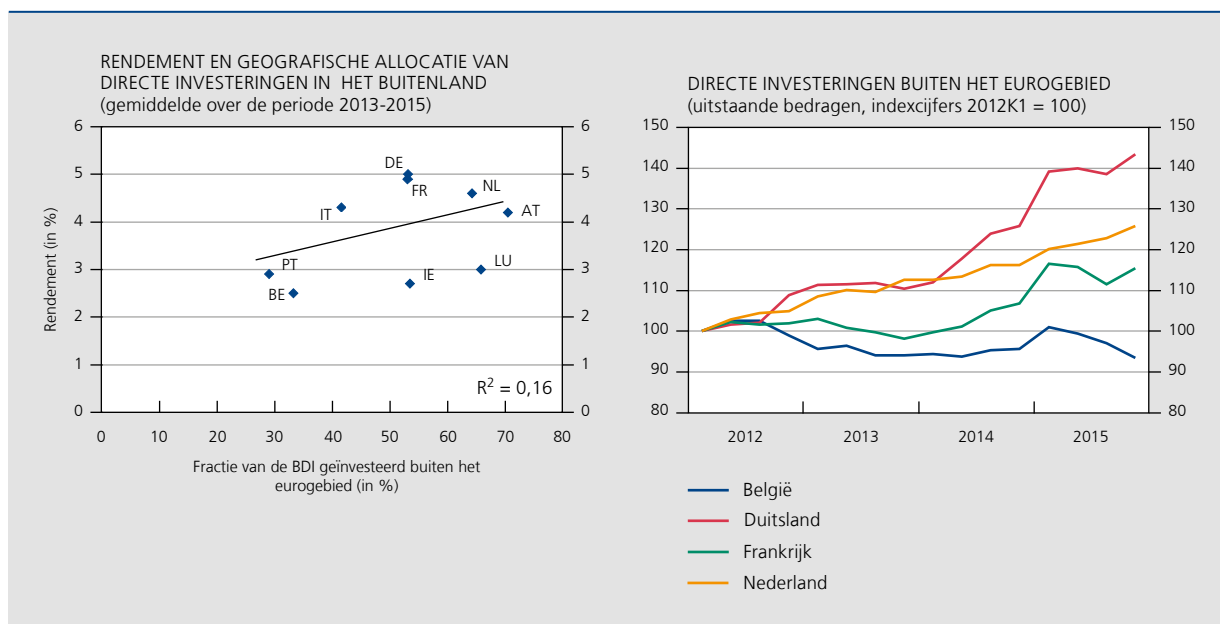
Het lage rendement kan worden verklaard door de samenstelling van onze BDI. In tegenstelling tot de buurlanden bestaan de Belgische directe investeringen in het buitenland hoofdzakelijk uit (intragroeps)kredieten. Algemeen beschouwd, boeken de landen waarvan de BDI overwegend bestaan uit participaties in aandelen – en dus niet uit kredieten – hogere rendementen. De in dat opzicht ongunstige samenstelling van de BDI blijkt ook uit de duidelijk negatieve nettopositie in aandelen (tabel 3). België ontvangt van het buitenland 46,7 % bbp méér directe investeringen in de vorm van aandelenkapitaal dan het er zelf doet. Dat resultaat is grotendeels toe te schrijven aan het transitkapitaal⁽²⁾.

Maar zelfs indien België's directe investeringen de vorm aannemen van participaties in het aandelenkapitaal, valt

GRAFIEK 5 RENDEMENT EN BELANG VAN AANDELEN IN DE DIRECTE INVESTERINGEN



Bronnen: EC, ECB, NBB.



Bronnen: EC, NBB.

het rendement nog steeds lager uit (3,6 %) dan wat onze buurlanden uit hun totale directe investeringen halen (combinatie aandelen en kredieten). Dit toont aan dat er behalve het gekozen financieel instrument (aandelen versus kredieten) nog andere factoren zijn die het teleurstellende rendement verklaren.

Het rendement dat de andere landen boeken, illustreert overigens dat de BDI een potentieel hoog rendement bieden. Het gemiddelde rendement dat onze buurlanden op hun BDI behaalden, bedroeg over de periode 2013-2015 4,4% en zulks in een lagerenteomgeving. Het hoge rendement moet echter worden afgewogen tegen het genomen risico, dat in het geval van een directe investering doorgaans hoger ligt dan bij andere soorten van investeringen. Er zij opgemerkt dat het rendement op de directe investeringen immers ook de niet-uitgekeerde winst en/of het gerealiseerde verlies omvat.

Het hogere rendement dat de andere landen boeken, kan mogelijk worden verklaard door het feit dat hun BDI meer gericht zijn op risicovollere markten, zoals de opkomende economieën, waar de rendementen vaak hoger liggen dan in de ontwikkelde economieën.

Het rendement lijkt inderdaad positief gelinkt te zijn aan het deel van hun BDI dat de landen investeren in markten buiten het eurogebied. België's directe investeringen zijn sterk geconcentreerd op de Europese markt; de markten buiten het eurogebied zijn slechts goed voor een derde van de totale directe investeringen. Dat terwijl onze buurlanden (ruim) meer dan de helft van hun directe investeringen buiten het eurogebied doen. Er zij opgemerkt dat de sterke concentratie van België op de Europese markt grotendeels het gevolg is van de directe investeringen in Luxemburg (met 20% van het totaal van de directe investeringen is dat de belangrijkste investeringsbestemming van België). Aangezien het daarbij voornamelijk gaat om directe investeringen in de daar gevestigde holdings en beleggingsfondsen, houdt België buiten het eurogebied uiteindelijk allicht meer aan dan wat blijkt uit deze cijfers. Maar zelfs indien er wordt van uitgegaan dat de meeste directe investeringen via Luxemburg uitstaan buiten het eurogebied⁽¹⁾, blijft het aandeel van die markten in de Belgische uitgaande BDI relatief gering.

Gemeten aan de hand van het uitstaande bedrag, hebben onze buurlanden sinds 2012 hun directe investeringen buiten het eurogebied ook systematisch verhoogd. België van zijn kant ziet zijn uitstaande directe investeringen (-6,5%) op die markten slinken en zijn marktaandeel derhalve relatief dalen. De buurlanden hebben dus blijkbaar meer ingespeeld op de snellere groei buiten het eurogebied.

(1) Gemiddeld beschouwd, waren de directe investeringen van Luxemburg in 2015 ten belope van 66% gericht op investeringsbestemmingen buiten het eurogebied.

3. Reële aspecten: typologie van multinationals en impact op de Belgische reële economie

Om een nauwkeurig beeld te krijgen van de invloed van de BDI op de reële economie, worden in de rest van dit artikel bedrijfsgegevens gehanteerd. Aan de hand van deze laatste is het mogelijk het aandeel van de multinationals te ramen, in de toegevoegde waarde, de werkgelegenheid, en hun bijdrage tot de handelsbalans en reële investeringen. Daartoe werden de bedrijfsgegevens over de BDI uit de betalingsbalans gekoppeld aan de gegevens van de balanscentrale en die over de buitenlandse handel. De dekkingsgraad van die gegevensbanken is hoog, aangezien ze betrekking hebben op vrijwel alle niet-financiële ondernemingen van de private sector, ongerekend zelfstandigen. Het is evenwel nuttig erop te wijzen dat bedrijfsgegevens, ondanks hun kwaliteit, niet-gezuiverde brutogegevens zijn, in tegenstelling tot de beschikbare macro-economische statistieken⁽¹⁾.

(1) De gegevens van de ondernemingen dienen doorgaans als bron bij uitstek om de macro-economische aggregaten op te stellen. Om deze statistieken op te maken zijn over het algemeen verwerkingen van die gegevens nodig, zoals bewerkingen om te voldoen aan de geldende statistische voorschriften, extrapolaties wanneer de verzamelde gegevens niet exhaustief zijn, correcties wanneer ze duidelijk verkeerd zijn of arbitrages om hun coherentie met andere statistische reeksen te garanderen.

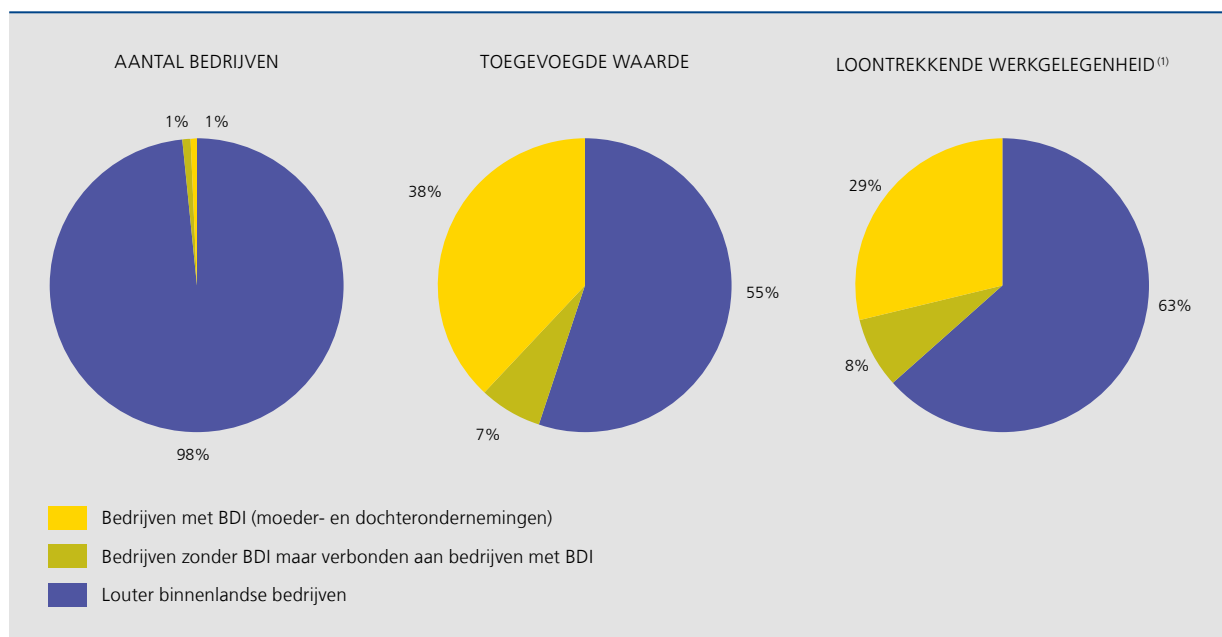
(2) Ze hebben voor het beschouwde jaar geen BDI-relaties, noch in stromen noch in uitstaande bedragen.

3.1 Gewicht van de multinationals in de Belgische economie

Het gebruik van gegevens op bedrijfsniveau maakt het mogelijk de toegevoegde waarde en de loontrekkende werkgelegenheid te verdelen op grond van een eventuele directe-investeringsrelatie met het buitenland. Om een nauwkeurige diagnose te stellen, werden de residente niet-financiële ondernemingen ongerekend zelfstandigen in drie categorieën onderverdeeld. De eerste omvat de multinationals, dat zijn bedrijven die directe investeringen in of van het buitenland laten optekenen. Daartoe behoren dus de Belgische moederondernemingen met dochterondernemingen in het buitenland en de Belgische dochterbedrijven van buitenlandse moederondernemingen. De tweede categorie bestaat uit de bedrijven zonder eigen BDI maar die meestal aan multinationals verbonden zijn. Concreet bezitten ze meer dan 50% van een bedrijf van de eerste categorie of behoren ze voor meer dan 50% aan een dergelijk bedrijf toe. Ze kunnen in zekere zin bedrijven met een 'indirecte-investeringsrelatie' met het buitenland worden genoemd. De louter binnenlandse bedrijven, ten slotte, vullen de typologie aan. Deze hebben geen BDI-relaties⁽²⁾ en zijn niet verbonden aan multinationals.

In België zijn er relatief weinig multinationals en hieraan verbonden bedrijven. In 2014 vertegenwoordigden

GRAFIEK 7 GEWICHT VAN DE MULTINATIONALS IN DE BELGISCHE ECONOMIE
(2014, totaal aantal niet-financiële ondernemingen van de private sector ongerekend zelfstandigen)



Bron: berekeningen van de NBB.

(1) In voltijdse equivalenten.

ze 2 % van de niet-financiële ondernemingen van de private sector ongerekend zelfstandigen. Daarbij moet worden aangestipt dat tot de multinationals ongeveer 2 100 Belgische dochterondernemingen van buitenlandse groepen behoren, tegen bijna 600 Belgische moederondernemingen. Hoewel er relatief weinig multinationals zijn, creëren ze met hun verbonden bedrijven toch 45 % van de toegevoegde waarde en hebben ze ongeveer 37 % van de loontrekkenden in dienst. Het geringe aantal multinationals wijst er in combinatie met hun economische belang op dat ze doorgaans zeer groot zijn. Aangezien ze een hoger aandeel hebben in de toegevoegde waarde dan in de loontrekkende werkgelegenheid, kan ook worden gesteld dat de multinationals worden gekenmerkt door een relatief hogere zichtbare arbeidsproductiviteit van de loontrekkenden.

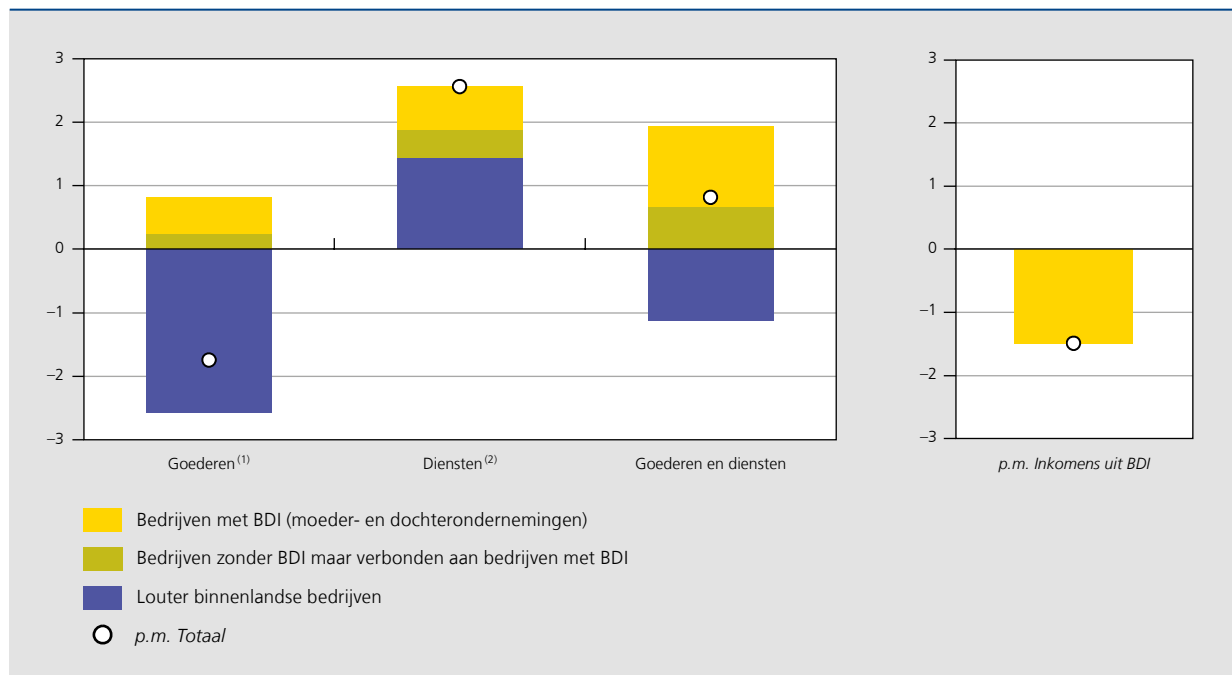
Afgezien van dat hoge niveau fungeren multinationals vaak ook als katalysator van de productiviteit van een economie. In de economische literatuur worden in dat verband overloopeffecten aangetoond. Zo zijn de louter binnenlandse bedrijven die intermediaire goederen en diensten kopen van of verkopen aan multinationals volgens NBB (2016) productiever dan de andere louter binnenlandse bedrijven.

De multinationals en hun verbonden bedrijven spelen ook een cruciale rol voor het concurrentievermogen ten aanzien van het buitenland. Op basis van bepaalde hypothesen⁽¹⁾ kan hun directe bijdrage⁽²⁾ tot de handelsbalans worden geraamd. In 2014 was deze positief, zowel voor de goederen als voor de diensten. Volgens de ramingen bedroeg ze bijna 1,9 procentpunt bbp. Daarentegen droegen de louter binnenlandse bedrijven⁽³⁾ negatief bij tot de handelsbalans, in het bijzonder omdat ze meer goederen invoerden dan uitvoerden.

- (1) De gegevens van de buitenlandse handel over het internationale goederenverkeer bestrijken slechts ongeveer 90 % van de totale stromen, omdat voor de rapporteringsverplichting inzake het handelsverkeer binnen de EU drempels gelden die in de loop van de tijd zijn veranderd. In 2015 moeten de handelsstromen binnen de EU van een onderneming enkel worden geregistreerd indien ze meer dan € 1 miljoen bedragen voor de uitvoer of meer dan € 1,5 miljoen voor de invoer. Aangezien de enquêtes echter alle multinationals omvatten, werd het niet in de micro-economische gegevens opgetekende goederenverkeer bij hypothese toegeschreven aan de binnenlandse bedrijven. Voor de diensten werd daarentegen geen enkele hypothese in aanmerking genomen, omdat de gegevens worden verzameld op basis van een enquête bij een representatief staal van ondernemingen waarvoor niet kan worden gegarandeerd dat het alle multinationals omvat. Met uitzondering van de bedragen die particulieren uitgeven voor reizen en die dus niet in de verzamelde gegevens voorkomen, belooft de dekingsgraad van het internationale dienstenverkeer echter meer dan 85 %.
- (2) In de oefening wordt enkel de directe bijdrage in aanmerking genomen. Het is mogelijk dat de multinationals ten behoeve van hun voor de uitvoer bestemde productie intermediaire goederen en diensten aankopen bij Belgische ondernemingen, die daarvoor eerst moeten invoeren. Het is echter moeilijk of zelfs onmogelijk om deze indirecte bijdrage tot de handelsbalans te ramen.
- (3) Per definitie is de directe bijdrage van de louter binnenlandse bedrijven tot het handelssaldo enkel afkomstig van de bedrijven die uitvoeren en/of invoeren. De andere louter binnenlandse bedrijven voeren immers geen handel in goederen of diensten met buitenlandse bedrijven.

GRAFIEK 8 GEWICHT VAN DE MULTINATIONALS IN DE NETTO-UITVOER

(2014, ramingen van de directe bijdrage tot het lopend saldo van de niet-financiële ondernemingen van de private sector ongerekend zelfstandigen, in procentpunt bbp)



Bron: berekeningen van de NBB.

(1) Ramingen op basis van de gegevens van de buitenlandse handel volgens het nationale concept.

(2) Ramingen op basis van de betalingsbalansenquête.

Het is interessant de netto-uitvoer van de multinationals te vergelijken met de in paragraaf 2.1 geformuleerde bevinding over de netto-inkomens uit BDI. Hoewel de aan het buitenland betaalde inkomens uit BDI groter zijn dan de uit het buitenland ontvangen inkomens uit BDI, voeren de multinationals niettemin meer goederen en diensten uit dan ze er invoeren. Uiteindelijk hebben die twee resultaten een tegengestelde uitwerking op het lopend saldo, dat immers beide posten omvat⁽¹⁾. Er mag echter niet overhaast worden geconcludeerd dat de opbrengst van de uitvoer van goederen en diensten die multinationals in België produceren, naar het buitenland wordt gerepatrieerd. Er is hier immers sprake van netto-uitvoer en niet van winst. Overigens werd in paragraaf 2.2 ook aangetoond dat het negatieve netto BDI-inkomen vooral verband houdt met het lage rendement op de uitgaande BDI.

3.2 Buitenlandse directe investeringen, een financieringsbron van de reële investeringen?

Tot nu toe werd geanalyseerd welk economisch gewicht de multinationals hebben inzake toegevoegde waarde, werkgelegenheid en bijdrage tot het handelssaldo. Buitenlandse directe investeringen worden echter vaak ook genoemd als een potentiële financieringsbron voor reële investeringen, zoals de aankoop van machines of gronden, bouwwerken, maar eveneens uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling, octrooien, enz. Om deze stelling te testen aan de hand van Belgische gegevens voor de periode 2008-2014, is het echter noodzakelijk het kapitaalverkeer tussen de Belgische multinationals en de buitenlandse bedrijven van hun groep uitvoerig te analyseren.

Een dergelijke oefening leidt tot bijkomende bevindingen. De BDI-stromen die zijn weergegeven in de beschikbare macro-economische statistieken en die worden beschreven in paragraaf 1.1, verbergen een deel van de financiële transit. Deze transit komt vooral tot uiting bij Belgische dochterondernemingen van buitenlandse moederondernemingen en verhoogt de in- en uitgaande kapitaalstromen.

(1) Er zij op gewezen dat het niet mogelijk is de totale directe bijdrage van de multinationals tot het lopend saldo te berekenen, bij gebrek aan informatie over de netto-opbrengsten van de portefeuillebeleggingen.

(2) Daarbij moet worden opgemerkt dat het mechanisme evenzeer geldt voor multinationals als voor louter binnenlandse bedrijven.

(3) Meer bepaald wordt, met betrekking tot leningen, een kapitaalinstroom (-uitstroom) uit het oogpunt van het Belgische bedrijf gedefinieerd als hetzij een toename (vermindering) van de schuld tegenover de buitenlandse tegenpartij in de passiva van het Belgische bedrijf, hetzij een daling (stijging) van de vorderingen op de buitenlandse tegenpartij in de activa van het Belgische bedrijf. In verband met het eigen vermogen wordt een kapitaalinstroom (-uitstroom) uit het oogpunt van het Belgische bedrijf gedefinieerd als hetzij een verhoging (verlaging) van het eigen vermogen door de buitenlandse tegenpartij in de passiva van het Belgische bedrijf, hetzij een daling (stijging) van de participaties in de buitenlandse tegenpartij in de activa van het Belgische bedrijf.

Vooreerst blijkt een groot aantal Belgische multinationals een kapitaalinstroom te ontvangen uit buitenlandse bedrijven van de groep en, gedurende hetzelfde jaar, krediet te verlenen aan buitenlandse bedrijven van de groep. Die bewegingen houden deels verband met het mechanisme van de notionele interesten, dat de in België gevestigde ondernemingen⁽²⁾ ertoe aanzet hun eigen vermogen te verhogen, met name via buitenlands kapitaal. Ze kunnen die transactie echter compenseren door in ruil hiervoor een lening te verstrekken aan bedrijven van de groep die in het buitenland gevestigd zijn. Ten tweede worden tijdens eenzelfde jaar ook nieuwe leningen toegekend en bestaande leningen afgelost. Bepaalde dochterondernemingen in België vervullen immers de rol van financieel centrum voor hun hele groep, door tegelijkertijd leningen op te nemen en toe te kennen. Ten slotte kunnen financiële bewegingen elkaar compenseren op geaggregeerd niveau. Zo kunnen bepaalde multinationals kapitaal ontvangen, terwijl andere kapitaal verschaffen aan buitenlandse bedrijven van hun groep.

Tussen 2008 en 2014 beliep de totale kapitaalinstroom⁽³⁾ in het kader van BDI-relaties gemiddeld meer dan € 800 miljard per jaar. De kapitaaluitstroom was ongeveer even groot. Dit geldt zowel voor de Belgische dochterondernemingen van buitenlandse moederondernemingen als voor de Belgische moederondernemingen, maar de daarmee gemoeide bedragen zijn veel hoger voor de eerstgenoemde. Op macro-economisch niveau compenseren die bewegingen elkaar evenwel grotendeels.

Die kapitaaltransit is niet beperkt tot een kleine groep van bedrijven, noch tot enkel financiële holdings. Elk jaar ontving bijna 90 % van de Belgische multinationals kapitaal van een buitenlands bedrijf van hun groep. In ongeveer 42 % daarvan was de kapitaaluitstroom volledig gelijk aan de instroom. Voor 36 % van die multinationals was er eveneens een kapitaaluitstroom naar buitenlandse bedrijven van de groep, hoewel die kleiner was dan de instroom. Niettemin beliep die uitstroom gemiddeld meer dan 80 % van de inkomende bedragen. Ten slotte ontving slechts 22 % van die multinationals buitenlands kapitaal zonder tegelijkertijd kapitaal uit te voeren. Daarbij moet worden aangestipt dat het verschijnsel van de financiële transit niet alleen voorkomt bij dochterondernemingen van buitenlandse groepen, aangezien de percentages voor enkel Belgische moederondernemingen vergelijkbaar zijn. Zoals hierboven reeds werd verduidelijkt, zijn de daarmee gemoeide bedragen echter geringer.

Om te bepalen of een reële investering eventueel met buitenlandse middelen wordt gefinancierd, werd eerst de netto-instroom van buitenlands kapitaal per jaar voor elk bedrijf berekend, door van de instroom de

kapitaalinstroom af te trekken. Vervolgens werd de concordantie onderzocht tussen die netto-instroom per jaar en de reële investeringen op jaarbasis⁽¹⁾. Aan de hand van deze vergelijking kon worden bepaald welk deel van deze investeringen potentieel gedekt is door die netto-instroom. Het gaat hier om potentiële financiering; indien de instroom van buitenlandse middelen immers samenvalt met de reële investering, bestaat er geen enkele formele zekerheid dat die instroom werkelijk werd aangewend om deze investering te financieren.

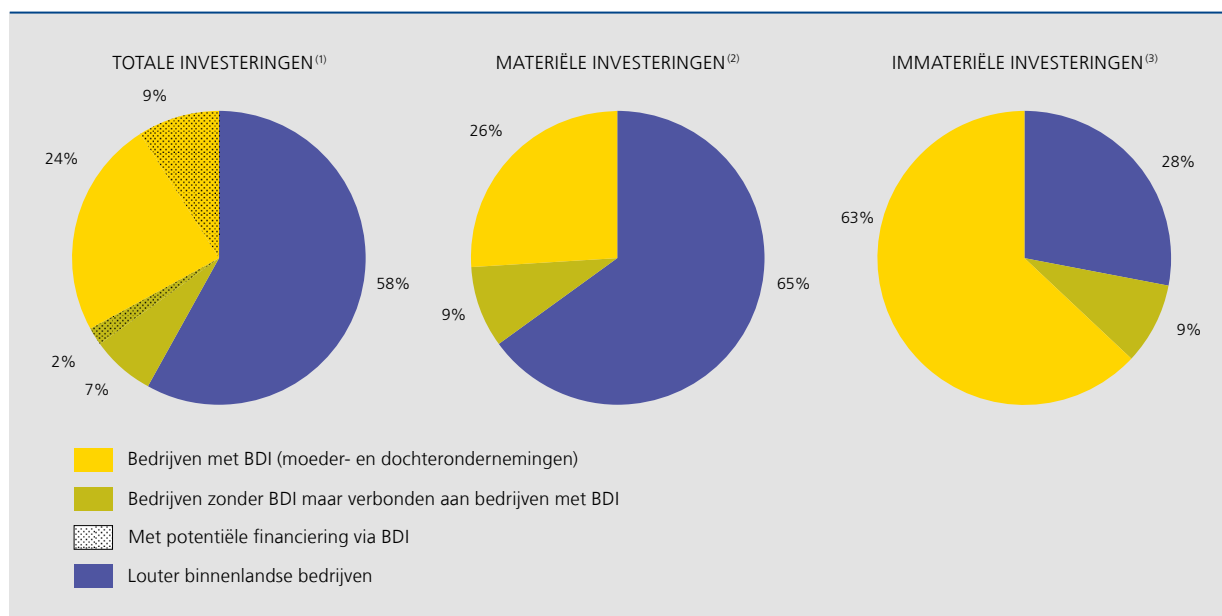
De resultaten van die analyse zijn weergegeven in grafiek 9. Daaruit blijkt dat tussen 2008 en 2014 de multinationals 33 % van de reële investeringen in België voor hun rekening namen. Een deel hiervan, namelijk 9 procentpunt, werd potentieel gefinancierd via een netto-instroom van buitenlands kapitaal. De overige reële investeringen van de multinationals, 24 procentpunt, werden gefinancierd met alternatieve bronnen, zoals bankfinanciering of

binnenlandse interne financiering. Voor de Belgische aan multinationals verbonden bedrijven blijkt er tussen hun reële investeringen en de netto-instroom van buitenlands kapitaal in de groep waartoe ze behoren een concordantie te zijn die 2 % van de reële investeringen in België beliep. Ook hier is er geen zekerheid over de financieringsbron. Er is trouwens geen informatie beschikbaar over een eventuele overdracht tussen de entiteit van de groep die de kapitaalinstroom liet optekenen en het verbonden bedrijf dat heeft geïnvesteerd. Het is enkel mogelijk vast te stellen dat, op het niveau van de groep, de reële investering en de netto-instroom van buitenlands kapitaal gelijktijdig plaatsvonden. Al met al werd dus 11 % van de totale reële investeringen in België potentieel gefinancierd met buitenlands kapitaal. Ter informatie: de desbetreffende bedragen maken minder dan 1 % uit van de totale instroom van buitenlands kapitaal. Hoewel deze aanzienlijk is, kan tot slot worden gesteld dat een groot deel ervan verband houdt met financiële transit en slechts een zeer gering percentage de reële investeringen in België financiert, zelfs in een crisisperiode waarin het moeilijker kon blijken zich op de lokale markt te financieren.

In de economische literatuur zijn weinig artikelen over dat thema te vinden, onder meer omdat de toegang tot

(1) Door zich enkel toe te spitsen op de bedrijven met positieve reële investeringen, aangezien de vraag van de financiering niet rijst voor de verkoop van activa (reële desinvestering). In de oefening wordt geen rekening gehouden met een eventueel tijdsverloop tussen de financiering en de reële investering. Uit een econometrische analyse blijkt echter dat er een negatieve relatie is tussen de netto-instroom van kapitaal in het jaar t en de reële investeringen in $t+1$, terwijl de relatie positief is, zij het met een zeer geringe coëfficiënt, indien de netto-instroom van kapitaal en de reële investeringen in hetzelfde jaar vallen.

GRAFIEK 9 REËLE INVESTERINGEN EN POTENTIËLE FINANCIERING VIA BUITENLANDSE DIRECTE INVESTERINGEN
(periode 2008-2014, totaal aantal niet-financiële ondernemingen van de private sector ongerekend zelfstandigen)



Bron: berekeningen van de NBB.

- (1) De totale reële investeringen worden bepaald op basis van de balansen van de ondernemingen. Ze verschaffen een raming van de in de nationale rekeningen opgenomen bruto-investeringen in vaste activa, en worden verkregen als het verschil tussen de aankopen en verkopen van vaste activa.
- (2) De materiële investeringen, die worden bepaald aan de hand van de materiële vaste activa in de balansen van de ondernemingen, omvatten installaties, machines, uitrusting, meubilair, rollend materieel, leasing en soortgelijke rechten, activa in aanbouw en vooruitbetalingen.
- (3) De immateriële investeringen, die worden bepaald aan de hand van de immateriële vaste activa in de balansen van de ondernemingen, omvatten kosten van onderzoek en ontwikkeling, concessies, octrooien, licenties, knowhow, merken en soortgelijke rechten, en goodwill.

bedrijfsgegevens beperkt is. Ali-Yrkkö en Leino (2014) hebben een soortgelijke studie uitgevoerd aan de hand van Finse gegevens. Hun conclusies sluiten vrij nauw aan bij deze analyse. In het bijzonder tonen ze aan dat de BDI-stromen worden gekenmerkt door een aanzienlijke financiële transit. Bovendien komen ze tot de bevinding dat de kapitaalinstroom zeer weinig bijdraagt tot de financiering van de reële economie in Finland.

De multinationals spelen een cruciale rol voor het groeipotentieel. Samen met hun verbonden Belgische bedrijven namen ze tussen 2008 en 2014 immers 42 % van de reële investeringen in België voor hun rekening, ook al werden deze maar voor een klein deel met buitenlands kapitaal gefinancierd. Die resultaten zijn niet toe te schrijven aan uitzonderlijke investeringen die slechts één jaar zouden zijn voorgekomen, aangezien een soortgelijke verdeling merkbaar is voor de kapitaalvoorraad.

De analyse kan worden verfijnd, daar de reële investeringen zijn onderverdeeld in materiële investeringen, die het leeuwendeel ervan uitmaken, en immateriële investeringen. Het aandeel van multinationals in deze laatste, die onder meer de investeringen in onderzoek en ontwikkeling, concessies, octrooien en licenties omvatten, is relatief groter. Dit resultaat houdt deels verband met het feit dat

enkel de grote ondernemingen, die heel wat multinationals omvatten, de middelen hebben om dat soort investeringen te financieren. De opbrengst van de immateriële investeringen komt echter ten goede aan de hele groep, en niet alleen aan de in België gevestigde instellingen. Evenzo kunnen de Belgische bedrijven van internationale groepen profijt trekken van het onderzoekswerk in zusterondernemingen in het buitenland. Het geografische aspect is daarentegen veel sterker voor de materiële investeringen die bestaan uit terreinen, gebouwen, installaties, machines, uitrusting, meubilair, rollend materieel, enz. Die investeringen houden immers rechtstreeks verband met de binnenlandse productie van goederen of diensten. In dit soort investeringen hebben de multinationals echter een relatief gering aandeel.

3.3 Voortbestaan van de multinationals en werkgelegenheidsverloop sinds 2008

Sinds 2008 is in de pers melding gemaakt van verscheidene multinationals die hun personeelsbestand in België fors verminderden of hun activiteiten zelfs stopzetten. In dat opzicht is het nuttig het voortbestaan van bedrijven tussen 2008 en 2014 te onderwerpen aan een econometrische analyse naargelang van hun statuut. In deze paragraaf worden de resultaten voor de moeder- en dochterondernemingen afzonderlijk toegelicht, aangezien beide categorieën van multinationals sterk van elkaar verschillen⁽¹⁾. Uit de eerste twee specificaties van de econometrische

(1) De multinationals werden ingedeeld volgens de nationaliteit van hun moederonderneming. Indien deze laatste een buitenlandse (Belgische) onderneming is, wordt de multinational ingedeeld bij de groep van de dochterondernemingen (moederondernemingen).

TABEL 4 OVERLEVINGSKANSEN VAN MULTINATIONALS – ECONOMETRISCHE RESULTATEN⁽¹⁾
(verschil in overlevingskans ten opzichte van louter binnenlandse bedrijven)

	Marginale effecten op de overlevingskansen tussen 2008 en 2014			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Moederonderneming	0,152*** (0,017)	0,152*** (0,017)	-0,027 (0,023)	0,017 (0,022)
Dochteronderneming	0,150*** (0,009)	0,142*** (0,010)	-0,086*** (0,014)	-0,068*** (0,014)
Loontrekkende werkgelegenheid (in log)			0,088*** (0,001)	0,084*** (0,001)
Productiviteit (in log)				0,013*** (0,000)
Sectorale binaire variabelen	Nee	Ja	Ja	Ja
Aantal waarnemingen	143 323	143 292	143 292	143 292

Bron: berekeningen van de NBB.

(1) In de tabel worden de gemiddelde marginale effecten weergegeven die worden verkregen aan de hand van een probit-regressie uitgevoerd op een steekproef van ondernemingen waarvan de loontrekkende werkgelegenheid in 2008 niet gelijk was aan nul. Er wordt verondersteld dat een bedrijf heeft overleefd wanneer het nog altijd actief was in 2014 en op dat ogenblik ook meer dan nul banen telde. Voor de verklarende variabelen worden de waarden van 2008 gebruikt. De standaardafwijkingen zijn weergegeven tussen haakjes. De vermelding *** wijst op een significantiedrempel van 1 %; wanneer er geen vermelding staat, is de significantiedrempel van 10 % niet bereikt.

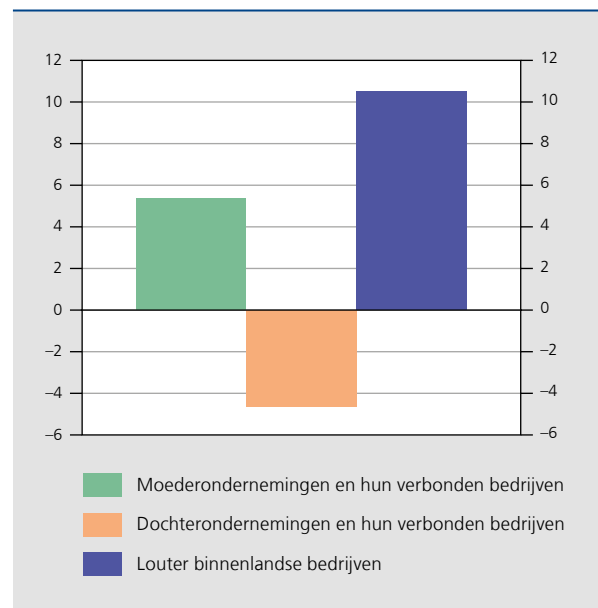
oefening blijkt dat de kans dat een in 2008 actieve moeder- of dochteronderneming dat nog altijd was in 2014, 15 procentpunt hoger ligt dan voor de louter binnenlandse bedrijven. Dat resultaat heeft echter grotendeels te maken met het feit dat multinationals doorgaans groot zijn. Grote ondernemingen hebben immers veel betere overlevingskansen dan de kleine, waarvoor de rotatiegraad veel hoger ligt. Hetzelfde kan worden vastgesteld voor de productiefste bedrijven. Daarom werden de effecten van de omvang (specificatie 3) en daarbovenop de productiviteit (specificatie 4) geneutraliseerd. Het verschil in overlevingskansen tussen de moederondernemingen en de louter binnenlandse bedrijven is niet meer significant wanneer ze ongeveer even groot zijn (en dezelfde productiviteit hebben). Daarentegen zijn de overlevingskansen van dochterondernemingen aanzienlijk kleiner dan die van de louter binnenlandse bedrijven met dezelfde omvang (en dezelfde productiviteit). Dit resultaat sluit aan bij de stelling dat dochterondernemingen van buitenlandse groepen minder lokaal verankerd zouden zijn dan de binnenlandse bedrijven met dezelfde kenmerken. Buitenlandse groepen zouden hun activiteit immers gemakkelijker kunnen overhevelen naar andere productieplaatsen, met name in periodes van laagconjunctuur.

De impact op de werkgelegenheid blijft echter niet beperkt tot de verdwijning van bedrijven. In de duurzame bedrijven, dat wil zeggen die actief waren in 2008 en in 2014 en tijdens de periode geen ander statuut kregen⁽¹⁾, is de werkgelegenheid eveneens veranderd. Ze steeg namelijk met meer dan 10% voor de louter binnenlandse bedrijven en met bijna 5% voor de moederondernemingen en hun Belgische verbonden bedrijven, terwijl ze met bijna 5% terugliep voor de dochterondernemingen van buitenlandse groepen en hun verbonden bedrijven in België. Hoewel die ontwikkelingen passen in een moeilijk conjunctuurklimaat, lijken ze nogmaals te wijzen op een minder sterke verankering van de multinationals, in het bijzonder van de dochterondernemingen van buitenlandse groepen.

De totale verandering van de werkgelegenheid in de dochterondernemingen van buitenlandse groepen en hun Belgische verbonden bedrijven was echter minder gunstig dan die in de duurzame bedrijven alleen. Om de totale verandering van het aantal banen te bepalen, worden ook de banenvernietiging ten gevolge van de verdwijning van bepaalde bedrijven en de werkgelegenheidscreatie in de nieuwe bedrijven in aanmerking genomen. Die maatstaf heeft evenwel als nadeel dat daarin ook veranderingen van statuut worden meegeteld.

(1) Duurzame bedrijven worden meer bepaald gedefinieerd als bedrijven die meer dan nul loontrekkenden in dienst hadden in 2008 en 2014 en tijdens die periode niet van statuut veranderden. De drie desbetreffende statuten zijn (i) de louter binnenlandse bedrijven, (ii) de dochterondernemingen en hun Belgische verbonden bedrijven en (iii) de moederondernemingen en hun Belgische verbonden bedrijven.

GRAFIEK 10 WERKGELEGENHEIDSVOLTOEGING IN DE DUURZAME BEDRIJVEN⁽¹⁾
(veranderingen tussen 2008 en 2014, in %)



Bron: berekeningen van de NBB.

(1) Als duurzame bedrijven worden de ondernemingen beschouwd die in 2008 en 2014 meer dan nul loontrekkenden in dienst hadden en die tijdens de periode niet van statuut veranderden.

Conclusie

Dit artikel analyseert de economische impact van zowel de inkomende als de uitgaande directe investeringen van België. Op basis van nieuwe gegevens wordt nagegaan of de directe-investeringsrelaties met het buitenland een inkomen genereren voor de Belgische economie en welke bijdrage ze leveren tot de reële economie.

België onderhoudt naast belangrijke handelsrelaties ook intensieve financiële relaties met de rest van de wereld. De directe investeringen bevestigen de status van België als kleine, open economie. De verhouding van het uitstaand volume aan buitenlandse investeringen in en van België tot het bbp (respectievelijk 208,7 en 208,2% bbp eind 2015) ligt aanzienlijk hoger dan gemiddeld in de landen van het eurogebied (132 en 156% bbp). Een belangrijk deel van deze investeringen betreft echter transitkapitaal, mede als gevolg van het beleid dat voornamelijk heeft ingezet op het aantrekken van directe investeringen, in het bijzonder door middel van fiscale stimuli zoals de notionele interestaftrek.

Netto beschouwd, en dus gezuiverd voor het transitkapitaal, ontvangt België meer directe investeringen dan het zelf verricht in het buitenland. De netto uitgaande investeringen bedroegen aldus -0,5% bbp eind 2015.

Dit is een atypische situatie voor een ontwikkelde economie met een aanzienlijk nettospaaroverschot (62 % bbp eind 2015). Eerder dan via directe investeringen bouwt de Belgische economie dit vermogen in het buitenland op in de vorm van portefeuillebeleggingen en investeringen via de financiële sector.

België verliest op zijn directe-investeringsrelaties netto inkomen aan het buitenland (-1,8 % bbp eind 2015), wat weegt op de lopende rekening. Dit ongunstige financiële resultaat valt zowel toe te schrijven aan de zwakte van de netto uitgaande BDI als aan het relatief laag rendement op de directe investeringen die België verricht in het buitenland (2,5 % over de periode 2013-2015), in vergelijking met het rendement behaald door het buitenland op investeringen in België (3,1 %). Het relatief laag rendement van de Belgische BDI in het buitenland – ook ten opzichte van wat de buurlanden op hun BDI behalen (4,4 %) – kan onder meer worden toegeschreven aan de samenstelling ervan. Zo omvatten de uitgaande BDI van België een grote hoeveelheid intragroepskredieten (en dus relatief weinig participaties in de vorm van aandelen) en zijn markten buiten het eurogebied ondervertegenwoordigd.

De bedrijven die directe-investeringsrelaties aanknopen met het buitenland, zijn in reële termen van groot economisch belang. Hoewel ze relatief weinig talrijk zijn (1 % van het totale aantal ondernemingen van de private sector in 2014), creëren ze een aanzienlijk deel van de toegevoegde waarde (38 %) en hebben ze een groot

aantal loontrekkenden in dienst (29 %). Zij kregen echter ook te lijden onder de economische crisis, die vooral de werkgelegenheid in de in België gevestigde dochterondernemingen van buitenlandse groepen trof, veel meer dan die in de Belgische moederondernemingen en de louter binnenlandse bedrijven.

De multinationals spelen bovendien een belangrijke rol voor het concurrentievermogen ten aanzien van het buitenland door aanzienlijk bij te dragen tot de netto-uitvoer van België (1,3 procentpunt bbp in 2014). Ze versterken het groeipotentieel door 33 % van de reële investeringen van de private sector voor hun rekening te nemen (en met name 63 % van de investeringen in onderzoek en ontwikkeling), waarvan een ruime meerderheid echter niet wordt gefinancierd met een instroom van buitenlands kapitaal.

Het aanzienlijke gewicht van multinationals in België illustreert het belang van een beleid dat bezorgd is om de attractiviteit van de Belgische economie. Niettemin leiden fiscale stimuli, zoals de notionele interestaftrek, vaak tot een aanzienlijk aandeel van transitkapitaal in de BDI, dat geen financieringsbron vormt voor reële investeringen. Tegelijkertijd mag men de investeringen van Belgische ondernemingen in het buitenland niet veronachtzamen. Een groter volume aan directe investeringen in het buitenland zou bovendien het Belgische spaaroverschot diversifiëren en de Belgische economie potentieel een hoger inkomen kunnen opleveren, zeker indien het rendement op de BDI in het buitenland dat van de buurlanden meer zou benaderen.

Bibliografie

Aizenman J. en I. Noy (2006), 'FDI and trade', *Quarterly Review of Economics and Finance*, 46(3), 317-337.

Ali-Yrkkö J. en T. Leino (2014), 'How does foreign direct investment impact on real investment by foreign-owned companies? Firm-level analysis', draft.

Bisciari P. en Ch. Piette (2007), 'Directe investeringen en aantrekkelijkheid van België', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 31-49.

Burggraeve K., Ph. Jeanfils, K. Van Cauter en L. Van Meensel (2008), 'Macro-economische en budgettaire impact van de belastingaftrek voor risicokapitaal', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-49.

Dhyne E. en S. Guerin (2014), *Outward Foreign Direct Investment and domestic performance: In search of a causal link*, NBB working paper 272.

Dunning J. H. (1981), 'Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a Dynamic and Development Approach', *Weltwirtschaftliches Archiv*, 117, 30-64.

EY (2015), *Barometer van de Belgische Attractiviteit 2015*.

Genson G. (2013), *Regards sur les investissements directs étrangers*, 2/2013, Statec.

IMF (2009), *Balance of Payments and International Investment Position Manual – Sixth Edition (BPM6)*, IMF, Washington DC.

Lipsey R. E. (1999), *The Role of Foreign Direct Investment in International Capital Flows*, NBER Working Paper 7094.

NBB (2016), *Verslag 2015 – hoofdstuk 5: 'Groeipotentieel en veerkracht van de economie verhogen'*.

OECD (2015), *FDI Regulatory Restrictiveness Index*.

UNCTAD (2016), *Global Investment Trend Monitor*, 22.

Hoe kan het ondernemerschap in België worden gestimuleerd?

J. De Mulder
H. Godefroid^(*)

Inleiding

Algemeen wordt aangenomen dat het ondernemerschap zeer belangrijk is voor de economische groei van een land. Heel wat instellingen, hetzij nationaal hetzij internationaal, verrichten onderzoek in dat domein. Het gaat daarbij om zowel overheidsgerelateerde organisaties, zoals de OESO of de EC, als particuliere initiatieven, zoals de Global Entrepreneurship Monitor (GEM). In de vele studies die deze organisaties publiceren, worden onder meer de prestaties van de verschillende landen gekwantificeerd en worden diverse factoren opgelijst die de ontwikkeling van het ondernemerschap kunnen beïnvloeden. De lijst met mogelijke determinanten is meestal zeer uitgebreid aangezien de beslissing om al dan niet een zelfstandige activiteit op te starten of een onderneming op te richten, door tal van elementen wordt bepaald. Niet alleen financiële of economische factoren spelen immers een rol, ook meer sociologische aspecten zoals de perceptie van het ondernemerschap of het omgaan met risico's zijn van groot belang.

Bovendien wordt vaak gesteld dat België inzake ondernemerschap zeer matig presteert. Dat wordt echter slechts in weinig studies ondubbelzinnig aangetoond, laat staan dat de oorzaken ervan zouden worden nagegaan.

Dit artikel beoogt op summiere wijze een totaalbeeld te schetsen van het ondernemerschap in België. In dat verband komen de beide hierboven vermelde stellingen aan bod. Bovendien wordt nagegaan door welke factoren het ondernemerschap wordt gestimuleerd of afgeremd en

wordt bekeken hoe België zich verhoudt ten opzichte van andere landen. Door de zwakkere punten te identificeren, kan immers duidelijk worden waar precies eventuele extra inspanningen nodig zijn.

Het artikel bestaat uit vier hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk wordt, op basis van een vergelijking met andere Europese landen, België's huidige situatie inzake ondernemerschap geschetst. Daarbij wordt zowel de zelfstandige activiteit als de oprichting van ondernemingen belicht. In het tweede hoofdstuk wordt het verband behandeld tussen het ondernemerschap en de economische groei en worden de diverse vormen van ondernemerschap beschreven. In het derde hoofdstuk worden de factoren toegelicht die het ondernemerschap kunnen beïnvloeden en wordt ook bekeken welke positie België voor elk van die determinanten inneemt. In het vierde hoofdstuk, ten slotte, worden een aantal recentelijk genomen beleidsmaatregelen besproken die het ondernemerschap in België moeten bevorderen. Het artikel wordt afgerond met de conclusies en enkele slotbeschouwingen.

1. Ondernemersdemografie

Ondernemerschap heeft vele dimensies, en kan derhalve op verschillende manieren worden omschreven. Het gaat immers om een ruim begrip dat door de EC wordt gedefinieerd als 'de mentaliteit en het proces waarbij in een nieuwe of een bestaande organisatie economische activiteit wordt gecreëerd en ontwikkeld door het nemen van risico's, creativiteit en/of innovatie te combineren met gezond beheer' (EC, 2012). In dat opzicht is een ondernemer

^(*) De auteurs danken E. Dhyne voor zijn opmerkingen bij een eerdere versie van dit artikel, alsook M. Lunati (OESO) voor het aanleveren van gegevens.

dus niet enkel een zelfstandige in de gebruikelijke zin van het woord, maar vooral iemand die innoverende activiteiten ontwikkelt. Ondernemerschap heeft zodoende tal van facetten en kan in verschillende dimensies worden onderzocht. Een eerste aanwijzing voor de omvang van het ondernemerschap is de mate waarin de bevolking op arbeidsleeftijd een zelfstandige activiteit uitoefent, al dan niet met personeel in dienst. Ook de creatie van nieuwe ondernemingen, in combinatie met de mate waarin bedrijven verdwijnen, is echter een maatstaf voor het dynamisme van de ondernemingspopulatie in een land. De beide concepten zijn complementair aangezien ze telkens een bepaald aspect van het ondernemerschap belichten. Bovendien zijn enkele meer gedetailleerde uitsplitsingen enkel voor één van de twee definities beschikbaar; door ze allebei te behandelen, kunnen extra dimensies onder de loep worden genomen.

Men dient evenwel voor ogen te houden dat ook deze gegevens geen volledig beeld schetsen, onder meer wat de gevolgen voor de werkgelegenheid betreft. Zo zijn nieuw opgerichte bedrijven immers vaak kleine start-ups die initieel weinig werkgelegenheid creëren, terwijl het verdwijnen van enkele grote ondernemingen een zwaar banenverlies kan impliceren. Dit neemt echter niet weg dat ook deze dynamiek gunstig kan zijn voor de economische bedrijvigheid en voor de optimale werking van de arbeidsmarkt, aangezien de aldus 'vrijgekomen' arbeidskrachten geheroriënteerd kunnen worden naar nieuwe en groeiende activiteiten.

1.1 Zelfstandigen

Het aantal zelfstandigen kan worden geraamd aan de hand van verschillende bronnen. Louter voor België zijn er om te beginnen de gegevens van het Rijksinstituut voor de sociale verzekeringen der zelfstandigen (RSVZ), dat de sociale zekerheid van zelfstandige ondernemers beheert. De gegevens betreffen het aantal zelfstandigen die aangesloten zijn bij de socialeverzekeringsfondsen; ze zijn momenteel beschikbaar voor de periode 1995-2015. Er zijn diverse uitsplitsingen mogelijk. Zo kan een onderscheid worden gemaakt naargelang de zelfstandige activiteit wordt uitgeoefend als hoofd- of nevenbezigheid, of door gepensioneerd. Die resultaten kunnen vervolgens verder worden verfijnd volgens leeftijd, nationaliteit, bedrijfstak, enz.

(1) De geaggregeerde resultaten zijn op de Eurostat-website beschikbaar tot en met 2015. Voor meer gedetailleerde gegevens moet echter gebruik worden gemaakt van de door Eurostat ter beschikking gestelde microgegevens, die voorhanden zijn tot en met 2014.

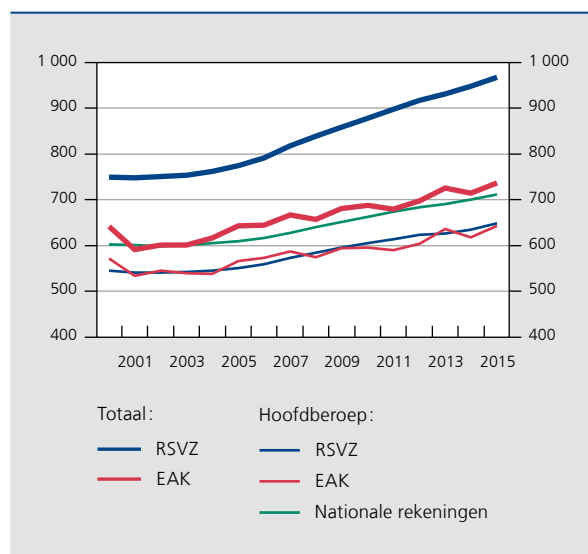
(2) Indien er een arbeidsovereenkomst is, wordt de betrokkene immers als werknemer beschouwd.

De nationale rekeningen zijn een tweede exhaustieve bron. Deze gegevens, die eveneens voor de periode 1995-2015 beschikbaar zijn, betreffen enkel de zelfstandigen in hoofdberoep; de raming van de totale werkgelegenheid in de nationale rekeningen zou immers worden overschat indien ook de personen met een zelfstandige activiteit in bijberoep worden meegeteld, aangezien die vaak reeds als werknemer (in hoofdberoep) in rekening worden gebracht. De resultaten zijn, vanwege de binnen de EU geharmoniseerde methodologie, internationaal vergelijkbaar. Er is echter, op een uitsplitsing naar bedrijfstak na, geen verdere detaillering voorhanden.

Tot slot kan ook de enquête naar de arbeidskrachten (EAK) worden gebruikt. In die enquête wordt de respondenten onder meer gevraagd naar het beroepsstatuut (ambtenaar, werknemer, zelfstandige) dat hun professionele activiteit – in hoofd- en eventueel in bijberoep – het best vat. Die gegevens zijn, volgens verscheidene gedetailleerde uitsplitsingen, internationaal vergelijkbaar en voor de diverse landen beschikbaar vanaf het ogenblik dat ze de EAK hebben ingevoerd; voor België is dat sedert 1983. De meest recente resultaten hebben betrekking op 2015⁽¹⁾.

In de gegevens van het RSVZ en de EAK kan een onderscheid worden gemaakt tussen de 'echte' zelfstandigen en de zogenoemde helpers, die regelmatig zelfstandigen bijstaan of vervangen, dit echter zonder door een arbeidsovereenkomst te zijn verbonden⁽²⁾. Het gaat

GRAFIEK 1 ZELFSTANDIGEN⁽¹⁾ IN BELGIË VOLGENS DIVERSE BRONNEN
(duizenden personen)



Bronnen: EC (EAK), INR (raming NBB), RSVZ.

(1) Exclusief helpers.

bijvoorbeeld om meewerkende echtgenoten. Dergelijke helpers worden voor de sociale zekerheid als zelfstandigen beschouwd, met dezelfde rechten en plichten⁽¹⁾, en ze worden derhalve geregistreerd bij het RSVZ. In dit artikel worden ze echter buiten beschouwing gelaten aangezien ze allicht minder als 'ondernemer' kunnen worden beschouwd. Op basis van de gegevens van de nationale rekeningen is een dergelijke correctie echter niet mogelijk: het INR publiceert immers enkel het totale aantal zelfstandigen in hoofdberoep, met inbegrip van de helpers. Om het aantal zelfstandigen, exclusief de helpers, volgens de drie bronnen te kunnen vergelijken, werd voor de nationale rekeningen dan ook een raming gemaakt van het aantal helpers, dat in mindering werd gebracht van het gepubliceerde totaal.

Vanwege de verschillende gebruikte methodologieën leveren de drie bronnen uiteenlopende berekeningen van het aantal zelfstandigen op. Worden enkel de zelfstandigen in hoofdberoep beschouwd, dan ligt het (geraamde) cijfer volgens de nationale rekeningen hoger dan dat volgens de twee andere bronnen. Voor 2015 gaat het volgens de nationale rekeningen om ongeveer 711 000 personen; het RSVZ en de EAK becijferden dat aantal op respectievelijk ongeveer 648 000 en 643 000 personen. Sedert 2000 verloopt het aantal zelfstandigen volgens de drie bronnen wel vrij parallel: een stabilisatie tot en met 2004 en vervolgens een stijging in een vrij vergelijkbaar tempo.

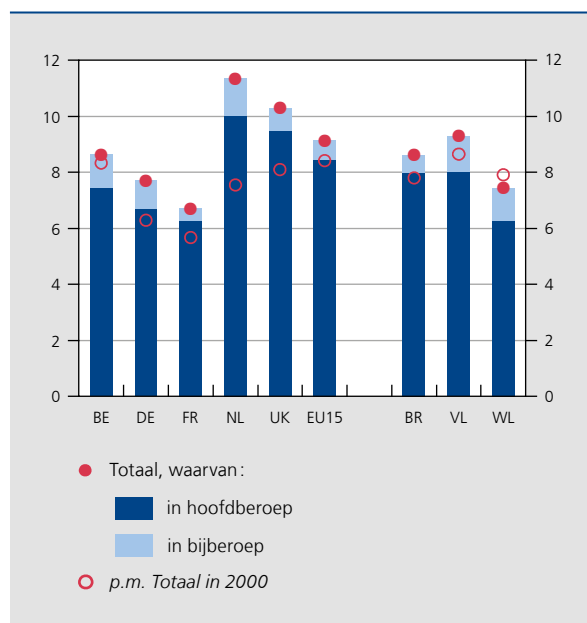
Wordt niet enkel de zelfstandige activiteit in hoofdberoep beschouwd, maar het totale aantal zelfstandigen (nog steeds exclusief de helpers), dan lopen de resultaten volgens de twee beschikbare bronnen nog veel sterker uiteen. Volgens het RSVZ waren er, met inbegrip van de zelfstandigen in bijberoep en de gepensioneerden die een dergelijke activiteit uitoefenen, in 2015 bijna 970 000 zelfstandigen. Volgens de EAK ging het in totaal om iets minder dan 740 000 personen met een zelfstandige activiteit als eerste of tweede baan.

Hierna wordt in deze paragraaf gebruikgemaakt van de gegevens van de EAK. De EAK is dan wel een enquête en geen exhaustieve bron, maar ten opzichte van het RSVZ heeft ze het voordeel dat haar resultaten internationaal vergelijkbaar zijn. Vergeleken met de nationale rekeningen dekt de EAK een ruimer concept (inclusief de zelfstandigen in bijberoep) en maakt ze het mogelijk de resultaten zeer gedetailleerd en volgens diverse dimensies uit te splitsen.

De ongeveer 714 000 zelfstandigen die België volgens de gegevens van de EAK in 2014 telde (dat is het meest recente jaar waarvoor de gedetailleerde microgegevens

GRAFIEK 2 ZELFSTANDIGEN⁽¹⁾ IN BELGIË EN IN DE EU15 IN 2014

(in % van de bevolking van 15 tot 74 jaar)



Bron: EC (EAK).
(1) Exclusief helpers.

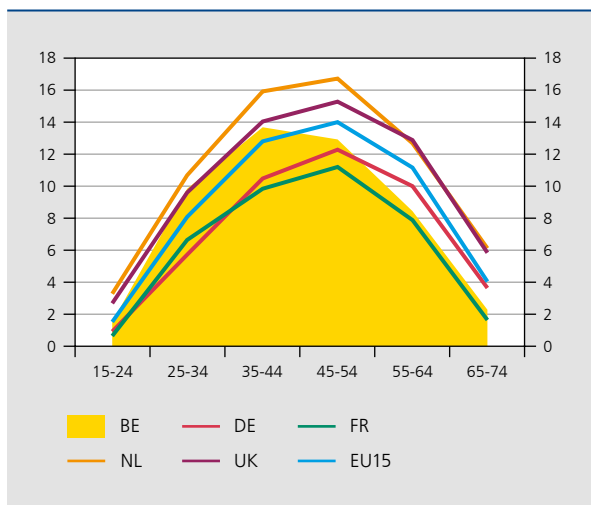
beschikbaar zijn), maakten 8,6% van de bevolking van 15 tot 74 jaar uit. Het betrof voornamelijk zelfstandigen in hoofdberoep (7,5%), maar zowat 1,2% van de personen uit die leeftijdsgroep waren werknemers in hoofdberoep die een tweede baan hadden als zelfstandigen.

Met een dergelijk aandeel komt België net onder het EU15⁽²⁾-gemiddelde uit, dat 9,1% beliep. Het verschil ten opzichte van het Europese gemiddelde wordt uitsluitend verklaard door de zelfstandige activiteit in hoofdberoep; België heeft immers een groter aandeel zelfstandigen in bijberoep. Ten opzichte van de vier grote buurlanden heeft ons land een groter aandeel dan dat van Duitsland en Frankrijk, maar een kleiner aandeel dan dat van het Verenigd Koninkrijk en, vooral, van Nederland. Wat België betreft, was het aandeel van de zelfstandigen het grootst in Vlaanderen (9,3%); in Brussel en Wallonië was dat respectievelijk 8,6 en 7,4%.

Opmerkelijk is wel dat het aandeel van de zelfstandigen in België sinds 2000, toen het 8,3% beliep, nauwelijks

(1) <http://www.vlaanderen.be/nl/ondernemen/sociale-zekerheid-voor-zelfstandigen/meewerkende-echtgenootachtgenote-helper-van-een-zelfstandige>.
(2) Met de 'nieuwe' EU-lidstaten (toegetroten in 2004 of later) wordt in de vergelijking geen rekening gehouden omdat hun economische structuur nog sterk verschilt van die van de vroegere EU-lidstaten. Daarom wordt de EU15 als referentie gebruikt.

GRAFIEK 3 ZELFSTANDIGEN⁽¹⁾ IN BELGIË EN IN DE EU15 IN 2014, NAAR LEEFTIJDGROEP
(in % van de overeenstemmende leeftijdsgroep)



Bron: EC (EAK).

(1) Zelfstandigen in hoofd- en in bijberoep. Exclusief helpers.

veranderd is, terwijl het in de vier buurlanden – vooral in Nederland – en gemiddeld beschouwd in de EU15 duidelijk is vergroot. Ook in Brussel en in Vlaanderen is het aandeel van de zelfstandigen over die periode toegenomen, wat grotendeels werd geneutraliseerd door de daling in Wallonië.

De resultaten van de EAK kunnen worden uitgesplitst naar, onder meer, leeftijd en nationaliteit. In de meeste EU-landen loopt het aandeel van de zelfstandigen in de bevolking geleidelijk op met de leeftijd; vanaf 55 jaar krimpt het dan opnieuw in. Interessant is wel dat de zelfstandige activiteit in België tot de leeftijdsgroep van 35 tot 44 jaar hoger ligt dan het EU-gemiddelde en dan die in de vier referentielanden (met uitzondering van Nederland). Terwijl die ratio in die vier landen en gemiddeld in de EU blijft stijgen tot de leeftijdsklasse van 45 tot 54 jaar, loopt ze in België voor die groep evenwel reeds terug. Vanaf die leeftijdsgroep is het aandeel van de zelfstandige ondernemers in ons land dan ook beduidend kleiner dan in de meeste andere EU-lidstaten.

Wat de uitsplitsing naar nationaliteit betreft, valt vooral het grote aandeel zelfstandigen op bij de nationaliteiten van de landen die na 2003 tot de EU zijn toegetreden (15% van de bevolking in kwestie). Dat hangt ongetwijfeld samen met de beperkingen die tijdens de eerste jaren na de toetreding van Bulgarije, Roemenië (in 2007) en Kroatië (in 2013) voor de staatsburgers van die landen golden om in België als werknemer aan de slag te kunnen. Die beperkingen waren niet van toepassing op een

activiteit als zelfstandige, waardoor dat statuut aantrekkelijk was om op legale wijze actief te kunnen zijn op de Belgische arbeidsmarkt. Voor de Roemenen en de Bulgaren liep die overgangperiode tot eind 2013, voor de Kroaten tot medio 2015⁽¹⁾.

1.2 Oprichting van ondernemingen

Drie belangrijke gegevensbronnen betreffende de oprichting van ondernemingen

De oprichting van ondernemingen kan uit diverse invalshoeken worden gemeten. In dit artikel worden daartoe, voor België, drie informatiebronnen gebruikt. Hoewel sommige van die gegevens maandelijks beschikbaar zijn, wordt in deze paragraaf enkel het verloop op jaarbasis beschouwd omdat het de bedoeling is de structurele ontwikkelingen toe te lichten.

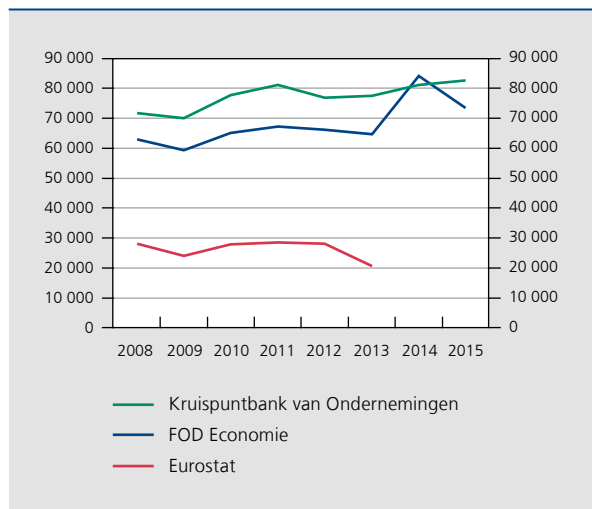
Alle entiteiten die een handelsactiviteit uitoefenen, moeten zich laten registreren bij de Kruispuntbank van Ondernemingen. Het gaat meer bepaald om de btw-plichtigen, maar ook om de niet-belastingplichtigen, de verenigingen, de zelfstandigen, enz. Uit de desbetreffende gegevens kunnen de nieuwe ondernemingsnummers worden afgezonderd. Die gegevens zijn beschikbaar vanaf 2005. Ze tonen de oprichting van ondernemingen uit administratief oogpunt.

De door de FOD Economie verzamelde gegevens hebben enkel betrekking op de registraties in het btw-stelsel. Ze geven de nieuwe btw-plichtigen weer (eerste maal btw-plichtig, opnieuw btw-plichtig, verandering van hoofzetel). Die gegevens omvatten zowel de bedrijven als de rechtspersonen die onder de btw-wetgeving vallen. Ze zijn beschikbaar vanaf 2008. Ze tonen de oprichting van ondernemingen uit fiscaal oogpunt.

Aangezien die beide bronnen enkel informatie verschaffen over de oprichting van ondernemingen in België, zijn ze niet geschikt voor internationale vergelijkingen. Daarvoor moeten de Eurostat-gegevens over de ondernemingsdemografie worden gebruikt. Die gegevens hebben betrekking op alle EU-landen. Voor België zijn ze gebaseerd op de statistieken van de btw-plichtigen. Ze worden gecorrigeerd en aangepast om de oprichting van ondernemingen uit economisch oogpunt te meten (zie hieronder) en de internationale vergelijkbaarheid van de gegevens te waarborgen. Momenteel zijn die gegevens beschikbaar voor de periode 2008-2013.

(1) Voor meer informatie, zie de website van de FOD WASO: <http://www.werk.belgie.be/defaultTab.aspx?id=4886>.

GRAFIEK 4 AANTAL IN BELGIË OPGERICHTE ONDERNEMINGEN VOLGENS VERSCHILLENDE BRONNEN⁽¹⁾



Bronnen: EC, FOD Economie, Kruispuntbank van Ondernemingen.

(1) De gegevens van de Kruispuntbank van Ondernemingen geven de oprichting van ondernemingen weer via de nieuwe registraties van ondernemingsnummers. De gegevens van de FOD Economie omvatten de nieuwe btw-plichtigen (eerste maal btw-plichtig, opnieuw btw-plichtig, verandering van hoofdzetel). De gegevens van Eurostat zijn, voor België, gebaseerd op de statistieken van de btw-plichtigen; ze worden echter gecorrigeerd en aangepast om de oprichting van ondernemingen uit economisch oogpunt te meten en de internationale vergelijkbaarheid van de gegevens te waarborgen.

Uit een vergelijking van de volgens de drie bronnen verkregen gegevens blijkt dat de wijze waarop de oprichting van ondernemingen wordt bepaald (uit administratief, fiscaal of economisch oogpunt), niet neutraal is. Hoewel het verloop vrij vergelijkbaar is, worden afhankelijk van de beschouwde bron grote niveaoverschillen vastgesteld wat de oprichting van ondernemingen betreft. Uit economisch oogpunt werden in België in 2013 immers drietot viermaal minder ondernemingen opgericht (20 694) dan uit fiscaal en administratief oogpunt (respectievelijk 64 610 en 77 471).

Het is in dat verband nuttig de criteria te verduidelijken die Eurostat hanteert om de ondernemingscreatie te meten. Volgens Eurostat moeten bij de oprichting van een onderneming nieuwe productiefactoren worden gecreëerd. De oprichting van ondernemingen omvat derhalve niet:

- de nieuwe ondernemingen die ontstaan uit fusies of splitsingen van bestaande ondernemingen;
- de nieuw opgerichte ondernemingen die de activiteit van vroeger opgerichte bedrijven overnemen;
- elke verandering in de rechtsvorm van een bestaande onderneming;
- de reactivering van ondernemingen die hun activiteiten sedert minder dan twee jaar hebben stopgezet;
- iedere tijdelijke associatie of joint venture waarbij geen nieuwe productiefactoren worden gecreëerd.

De door Eurostat gehanteerde definitie van ondernemingscreatie omvat dus slechts een deel van de oprichtingen in de fiscale of administratieve betekenis van het woord, wat het grote verschil met de twee andere gegevensbronnen verklaart.

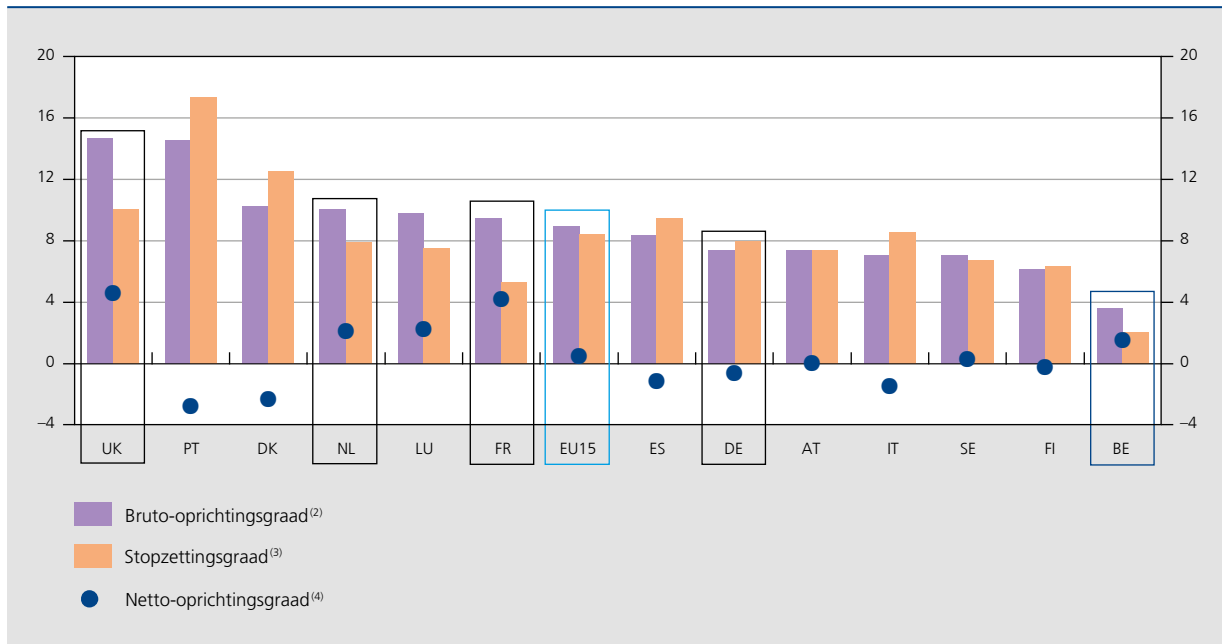
In de onderstaande analyse worden de gegevens van Eurostat gebruikt aangezien die een economische interpretatie mogelijk maken. Bovendien kunnen aan de hand van de andere bronnen geen internationale vergelijkingen worden gemaakt. De door Eurostat gepubliceerde gegevens hebben ook het voordeel dat ze minder vatbaar zijn voor wijzigingen in de wetgeving die de creatie van ondernemingen uit fiscaal of administratief oogpunt kunnen beïnvloeden. Zo werd het volgens de gegevens van de FOD Economie abnormaal grote aantal oprichtingen van ondernemingen in 2014 veroorzaakt door het btw-plichtig worden van de advocaten. In de gegevens van Eurostat voor 2014 zouden al die nieuwe btw-plichtigen niet mogen worden beschouwd als creaties van ondernemingen in economische zin.

De bruto-oprichtingsgraad van ondernemingen is in België de laagste van de EU15

Om de demografie van de ondernemingen te meten, kunnen vier indicatoren worden onderscheiden. De eerste is de bruto-oprichtingsgraad. Die is gelijk aan de verhouding tussen het aantal oprichtingen van ondernemingen gedurende een bepaalde periode (voor het jaar t) en het aantal in t actieve ondernemingen. De tweede is de stopzettingsgraad, die de verhouding weergeeft tussen het aantal in t verdwenen ondernemingen en het aantal in t actieve ondernemingen. De netto-oprichtingsgraad stemt overeen met het verschil tussen de bruto-oprichtingsgraad in t en de stopzettingsgraad in t . Ten slotte kan de rotatiegraad van ondernemingen worden bepaald door de bruto-oprichtingsgraad en de stopzettingsgraad tijdens het jaar t bij elkaar op te tellen. Deze laatste indicator verschaft informatie over de algemene dynamiek van het economisch weefsel van een land. Een optimaal functionerende economie vereist immers dat de minst productieve bedrijven verdwijnen teneinde productiemiddelen vrij te maken én dat er nieuwe ondernemingen met gunstige groeivoorzichten worden opgericht en tot ontwikkeling komen.

In 2013, het laatste jaar waarvoor gegevens beschikbaar zijn, liet België de laagste bruto-oprichtingsgraad van de EU15 optekenen, nl. 3,6%. Dat resultaat was vergelijkbaar met dat van de vijf voorgaande jaren en wijst dus op een structurele zwakte van onze economie inzake ondernemingscreatie. In onze buurlanden is de situatie helemaal anders. In Frankrijk en Nederland kwam de bruto-oprichtingsgraad immers boven het gemiddelde van

GRAFIEK 5 BRUTO- EN NETTO-OPRICHTINGSGRAAD VAN ONDERNEMINGEN IN BELGIË EN IN DE EU15⁽¹⁾ IN 2013
(in %)



Bron: EC.

(1) EU15 ongerekend Ierland en Griekenland.

(2) Aantal oprichtingen van ondernemingen in t gedeeld door het aantal in t actieve ondernemingen.

(3) Aantal stopzettingen van ondernemingen in t gedeeld door het aantal in t actieve ondernemingen.

(4) Verschil tussen de bruto-oprichtingsgraad in t en de stopzettingsgraad in t .

de EU15 uit (dat 8,9 % beliep). Duitsland, daarentegen, bleef onder dat gemiddelde, maar de oprichtingsgraad van ondernemingen lag er niettemin ruim tweemaal hoger dan in België. Het Verenigd Koninkrijk en Portugal lieten met bijna 15 % de hoogste bruto-oprichtingsgraad van de EU15 optekenen.

Hoewel er in België slechts weinig ondernemingen worden opgericht, zijn er ook slechts weinig bedrijven die verdwijnen. In ons land is immers ook de stopzettingsgraad structureel een van de laagste van de EU15. In 2013 beëindigde 2,0 % van de ondernemingen zijn activiteiten. Gemiddeld in de EU15, en ook in Duitsland en Nederland, lag die ratio viermaal hoger en in Frankrijk bijna driemaal.

Het samengaan van een bruto-oprichtingsgraad en een stopzettingsgraad die tot de laagste van Europa behoren, impliceert dat de rotatiegraad van ondernemingen zeer laag is. In dat opzicht vertoont de Belgische economie een structureel gebrek aan ondernemersdynamiek. Het Verenigd Koninkrijk, daarentegen, is blijkbaar een land met een sterk dynamisch productief weefsel.

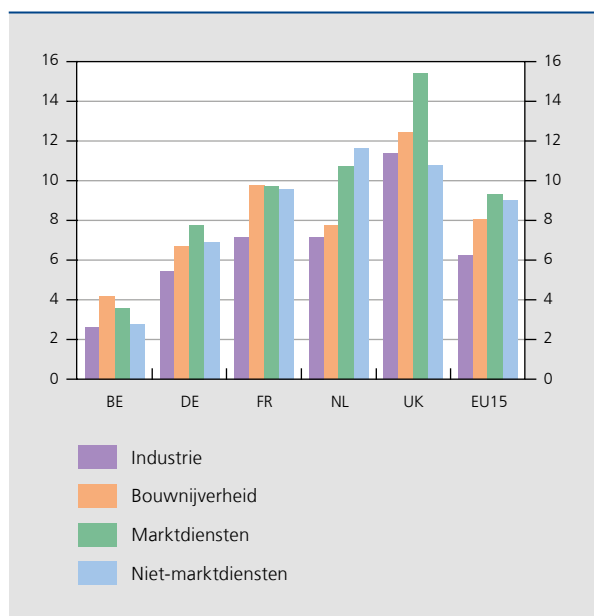
Hoewel er in 2013 in België weinig ondernemingen werden opgericht en stopgezet, was de netto-oprichtingsgraad

van ondernemingen positief en kwam deze hoger uit dan gemiddeld in de EU15 (respectievelijk 1,6 en 0,5 %). Sinds 2008, het eerste jaar waarvoor gegevens beschikbaar zijn, was die netto-oprichtingsgraad ieder jaar positief, wat betekent dat het aantal ondernemingen in België regelmatig toeneemt. Terwijl ook drie van onze buurlanden (Frankrijk, Nederland en het Verenigd Koninkrijk) hun aantal ondernemingen netto zagen toenemen, is de ondernemingspopulatie in Duitsland vanaf 2009 ieder jaar licht gekrompen.

In sommige bedrijfstakken worden meer ondernemingen opgericht

De ondernemingscreatie is niet in alle bedrijfstakken even dynamisch. In België ligt de bruto-oprichtingsgraad voor alle geanalyseerde bedrijfstakken (industrie, bouwnijverheid, marktdiensten en niet-marktdiensten) lager dan in onze buurlanden; hij komt tevens onder het gemiddelde van de EU15 uit. In al die landen, en ook in de EU15, is de bruto-oprichting van ondernemingen het geringst in de industrie. In de dienstensector, daarentegen, en dat zowel in de markt- als in de niet-marktdiensten, is de creatie van ondernemingen doorgaans dynamischer. In België was de bruto-oprichtingsgraad in 2013 het

GRAFIEK 6 BRUTO-OPRICHTINGSGRAAD VAN ONDERNEMINGEN NAAR BEDRIJFSTAK IN 2013⁽¹⁾ (in %)



Bron: EC.
(1) EU15 ongerekend Ierland en Griekenland.

hoogst in de bouwnijverheid. Die bevindingen blijven sinds 2008 ongewijzigd.

Ook de netto-oprichtingen naar bedrijfstak lopen uiteen. In de EU15 daalde het totale aantal ondernemingen in 2013 in de industrie en in de bouwnijverheid, terwijl het aantal bedrijven in de markt- en de niet-marktdiensten verder opliep. Die tendens was ook vóór 2013 merkbaar en wijst op het toenemende belang van de dienstensector in de Europese economieën.

De netto-oprichtingsgraad is voor alle bedrijfstakken van de Belgische economie positief, net als in Frankrijk, Nederland en het Verenigd Koninkrijk. De oprichtingsgraad in de marktdiensten ligt in België weliswaar hoger dan gemiddeld beschouwd in de EU15, maar hij kwam toch ruim lager uit dan in de buurlanden, met uitzondering van Duitsland. Daar liep het aantal ondernemingen in 2013, maar ook regelmatig tijdens de jaren voordien, in alle bedrijfstakken terug.

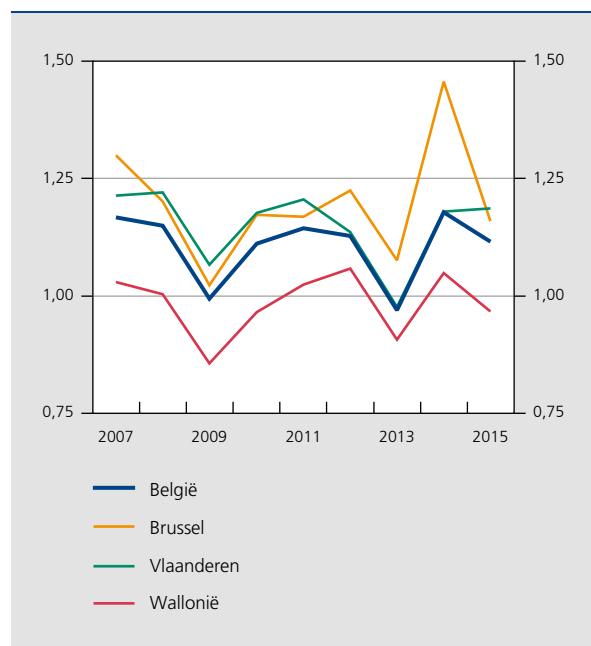
In Vlaanderen wordt het grootste aantal ondernemingen opgericht, terwijl Brussel het meest dynamisch is

Aan de hand van de gegevens van Eurostat kan de creatie van ondernemingen niet per gewest worden geanalyseerd.

De gewestelijke dimensie werd derhalve geanalyseerd op basis van de gegevens van de FOD Economie. De nieuwe btw-plichtigen werden naar gewest uitgesplitst op grond van de vestigingsplaats van de hoofdzetel van de onderneming. Dit criterium is niet neutraal en kan met name de resultaten van het Brussels Hoofdstedelijk Gewest positief beïnvloeden. Heel wat (nieuwe) ondernemingen geven er immers de voorkeur aan hun hoofdzetel in de hoofdstad te vestigen, terwijl ze hun economische activiteiten in een ander gewest van het land uitoefenen.

Het aandeel van elk van de drie gewesten in de ondernemingscreatie blijft sedert 2008 vrij constant. Van de ondernemingen die in België voor het eerst btw-plichtig werden, was in 2015 ongeveer 57 % gevestigd in Vlaanderen, 14 % in Brussel, 25 % in Wallonië en, tot slot, 4 % in het buitenland. Worden die gegevens vergeleken met het gewestelijk aandeel van het totale aantal btw-plichtige ondernemingen, dan blijkt dat het percentage ondernemingen waarvan de hoofdzetel in Brussel gevestigd is, sinds 2007 geleidelijk toeneemt. In het Waals Gewest is de tendens omgekeerd, terwijl Vlaanderen zijn positie handhaaft.

GRAFIEK 7 ONDERNEMERSDYNAMIEK⁽¹⁾ IN BELGIË EN IN DE GEWESTEN



Bronnen: FOD Economie, berekeningen NBB.

(1) Verhouding tussen het aantal ondernemingen die voor het eerst btw-plichtig werden en het aantal stopzettingen. De uitsplitsing naar gewest is gebaseerd op de vestigingsplaats van de hoofdzetel. De gegevens over de ondernemingen met een in het buitenland gevestigde hoofdzetel worden niet in aanmerking genomen.

Om de rotatiegraad van ondernemingen op gewestelijk vlak nauwkeuriger te vergelijken, kan de ondernemersdynamiek van een gewest worden nagegaan aan de hand van de verhouding tussen het aantal ondernemingen die voor het eerst btw-plichtig werden en het aantal stopzettingen. Hoe hoger die ratio, hoe meer de ondernemingscreatie de vernietiging van ondernemingen compenseert. Is die verhouding daarentegen lager dan één, dan is de creatie van ondernemingen ontoereikend om de stopzettingen van activiteiten tijdens het beschouwde jaar te kunnen compenseren.

De ondernemersdynamiek is het geringst in het Waals Gewest; de verhouding tussen oprichtingen en vernietigingen komt er geregeld lager uit dan één. De ondernemingscreatie compenseert er dus slechts voor een deel de stopzettingen. In Vlaanderen en Brussel, daarentegen, was de ondernemersdynamiek doorgaans gunstiger (verhouding oprichtingen/vernietigingen hoger dan één).

2. Vormen van ondernemerschap en economische groei

Twee belangrijke beweegredenen voor ondernemerschap...

De in de vorige paragraaf gehanteerde maatstaven maken geen onderscheid tussen de verschillende beweegredenen die ten grondslag liggen aan de oprichting van ondernemingen. Er bestaan tal van drijfveren, maar in de literatuur worden met name twee redenen behandeld. Een eerste type oprichters van ondernemingen streeft voornamelijk levensonderhoud of persoonlijke ontwikkeling na. Die personen creëren hun eigen zaak, als alternatief voor een loontrekkende activiteit. De bedoeling van die ondernemers 'uit noodzaak of uit opportuniteitsoverwegingen' is dus hetzij een inkomen te verwerven dat toereikend is voor henzelf en voor hun verwanten, hetzij hun inkomen te verhogen. Tot die ondernemers behoren bijvoorbeeld de werkloze die een kleine winkel opent of het kaderlid van een onderneming die een consultantsbureau opricht. Het tweede type oprichters van ondernemingen, het 'groeigericht' ondernemerschap, wil dan weer voornamelijk de kans benutten om een economisch project te creëren en te ontwikkelen dat rijkdom en werkgelegenheid kan genereren bovenop de doelstelling van het louter levensonderhoud of de verhoging van hun inkomen.

Uit de door de 'Global Entrepreneurship Monitor' verzamelde en gebruikte gegevens blijkt welke bijdrage die beide redenen leveren tot de creatie van

GRAFIEK 8 TOTAL EARLY-STAGE ENTREPRENEURIAL ACTIVITY (TEA)⁽¹⁾ EN REDENEN VOOR ONDERNEMERSCHAP
(in %, rekenkundige gemiddelden van de beschouwde jaren)



Bronnen: GEM, berekeningen NBB.

(1) Aandeel van de 18- tot 64-jarigen die een onderneming oprichtten of een onderneming van maximaal drieënhalf jaar oud exploiteren.

ondernemingen (zie bv. GEM, 2016). Het betreft de bijdrage aan de 'Total early-stage Entrepreneurial Activity (TEA)', dat is het aandeel van de 18- tot 64-jarigen die een onderneming oprichtten of een onderneming van maximaal drieënhalf jaar oud exploiteren. Voor de analyse werden twee periodes beschouwd teneinde de structurele tendens van die verschillende redenen voor ondernemerschap af te leiden: een periode vóór de crisis (van 2004 tot 2008) en een periode sedert de crisis (2009-2015).

Net als in Nederland, het Verenigd Koninkrijk en gemiddeld beschouwd in de EU15, is de TEA in België sinds de crisis toegenomen. In België is die stijging, van 3,2 % tot 4,9 %, uitsluitend toe te schrijven aan het ondernemerschap uit noodzaak of uit opportuniteitsoverwegingen. In een periode van zwakke groei met beperkte werkgelegenheidsvooruitzichten hebben meer personen er blijkbaar voor geopteerd een eigen activiteit op te zetten.

Het groeigericht ondernemerschap, daarentegen, is in België sinds de crisis niet toegenomen, wat in andere Europese wél het geval was. Tussen 2009 en 2015 lag dat percentage (1,4%) onder het gemiddelde van de EU15 (2,1%); het kwam ook lager uit dan dat in het Verenigd Koninkrijk

(2,8%) en Nederland (2,2%), maar hoger dan dat in zowel Duitsland (1,2%) als Frankrijk (1,0%).

De diverse vormen van ondernemerschap hebben ongetwijfeld een verschillende impact op de gevolgen van de dynamiek van de ondernemingscreatie, met name inzake economische resultaten en efficiënte allocatie van productiemiddelen.

...en uiteenlopende groeivoorzichten

De invloed van het ondernemerschap op de economische groei is reeds zeer vaak geanalyseerd, bijvoorbeeld in Acs (2006), Naudé (2013) en Kritikos (2014). In de literatuur lijkt er een zekere consensus te bestaan over de impact, op de economische bedrijvigheid, van de beweegredenen voor ondernemerschap. Niet alle vormen van ondernemerschap creëren groei. De twee categorieën van ondernemers hebben dan ook een uiteenlopende invloed op de economische resultaten. Het lijkt daarbij vanzelfsprekend dat het ondernemerschap uit noodzaak of uit opportuniteitsoverwegingen op lange termijn minder economische groei genereert.

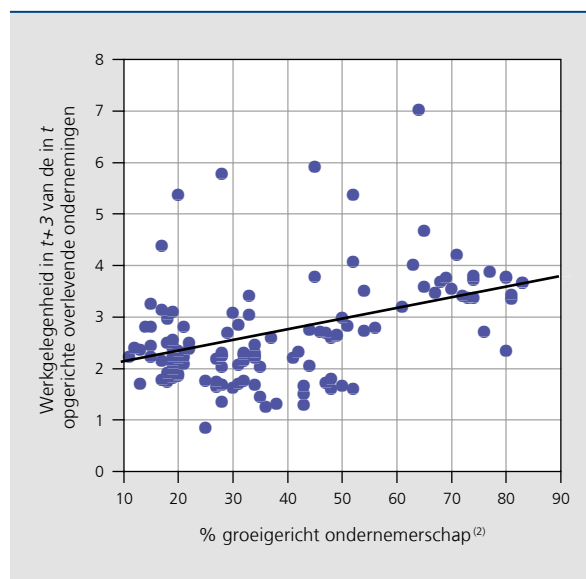
Uit onze analyse blijkt bovendien voor de 28 landen van de EU dat een groter aandeel groeigerichte ondernemers significant gerelateerd is aan een sterkere groei van de nieuw opgerichte ondernemingen, en zulks tot vijf jaar na hun oprichting. Die groei wordt gemeten aan de hand van de gemiddelde werkgelegenheid in die bedrijven voor de jaren 2008 tot en met 2013; het percentage groeigerichte ondernemers is gelijk aan het aandeel van als NV opgerichte ondernemingen.

Indien bijvoorbeeld de situatie drie jaar na de oprichting wordt beschouwd, wordt een positieve correlatie opgetekend tussen het percentage groeigerichte ondernemers in jaar t en de gemiddelde werkgelegenheid van de ondernemingen in $t+3$. Die positieve correlatie kan zowel wijzen op een grotere overlevingskans van die ondernemingen als op een sterkere groei indien ze overleven. Ongetwijfeld is het eerste verschijnsel minder uitgesproken, aangezien groeigerichte ondernemers potentieel risicovollere projecten ontwikkelen, en wordt het vastgestelde verband dus voornamelijk door het tweede fenomeen verklaard.

Naast het stimuleren van de oprichting van ondernemingen, is dus ook de ontwikkeling van die start-ups met hoog potentieel essentieel om de groei van de economie te bevorderen.

Het groeigericht ondernemerschap wordt in de literatuur ook vaak voorgesteld als een bron van ingrijpende

GRAFIEK 9 GROEIGERICHT ONDERNEMERSCHAP EN GEMIDDELDE WERKGELEGENHEID NA DRIE JAAR IN DE NIEUWE ONDERNEMINGEN⁽¹⁾
(EU, bedrijven opgericht tussen 2005 en 2010)



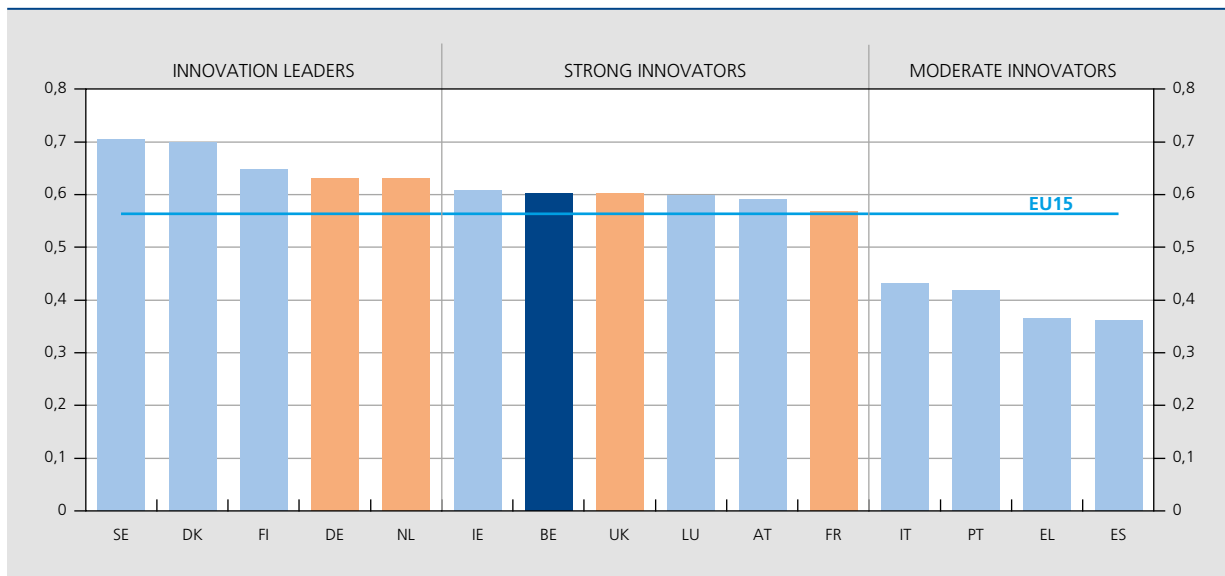
Bronnen: EC, berekeningen NBB.

- (1) Relatie significant bij 1%. De resultaten zijn vergelijkbaar indien de werkgelegenheid in de overlevende ondernemingen tussen één en vijf jaar na hun oprichting wordt beschouwd.
- (2) Aandeel van als NV opgerichte ondernemingen in het totale aantal opgerichte ondernemingen.

innovaties. Het belang van dit ondernemerschap zou het innoverend karakter van een economie dus kunnen beïnvloeden. Door bijvoorbeeld nieuwe producten of productieprocessen in te voeren, verhoogt een innoverend ondernemer de concurrentiedruk op de bestaande bedrijven en dwingt hij hen te innoveren of te verdwijnen. Er zij opgemerkt dat terwijl het groeigericht ondernemerschap het innoverend karakter van een economie kan versterken of opvoeren, dergelijke ondernemers zich ook vlotter ontwikkelen in een innoverende economische omgeving. Doordat in de innoverende economieën nieuwe kennis wordt gecreëerd en verspreid, behoort ook de oprichtingsgraad van ondernemingen er tot de hoogste.

Wat het innovatie-ecosysteem betreft, is België relatief gunstig gepositioneerd ten opzichte van de overige Europese economieën; dit aspect is dan ook gunstig voor de ondernemingscreatie in ons land. Op basis van de gegevens van het 'European Innovation Scoreboard' (EC, 2016) wordt België immers, net als het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk, bestempeld als een 'strong innovator' omdat hun resultaten op het gebied van innovatie beter zijn dan gemiddeld in de EU, maar minder goed dan die van de ter zake presterende landen, namelijk de noordse landen, Duitsland en Nederland.

GRAFIEK 10 EUROPEAN INNOVATION SCOREBOARD⁽¹⁾ IN 2015



Bron: EC.

(1) Schaal van 0 (weinig innovierend) tot 1 (sterk innovierend).

3. Determinanten van ondernemerschap

3.1 De gehanteerde methode

Ondernemerschap wordt, zoals reeds vermeld, door tal van factoren beïnvloed, waardoor moeilijk precies kan worden uitgemaakt waarom sommige landen beter presteren dan andere. De instellingen die over dit onderwerp publicaties uitbrengen, bijvoorbeeld de Global Entrepreneurship Monitor (GEM), het International Institute for Management Development (IMD), de Wereldbank, het World Economic Forum (WEF), de OESO en de EC, hanteren eigen groepen van determinanten. Binnen die groepen worden vervolgens een groot aantal indicatoren gebruikt, die deels van andere instellingen worden overgenomen. De voorkeur voor de determinanten van de ene of de andere instelling is derhalve meer een kwestie van presentatie en heeft veel minder te maken met grote inhoudelijke verschillen.

In dit artikel werd gekozen voor de uitsplitsing van de OESO en de EC. Die twee instellingen onderscheiden zes groepen van indicatoren, waarvan in dit hoofdstuk één groep, namelijk die betreffende de creatie en de verspreiding van kennis, buiten beschouwing wordt gelaten. Het oorzakelijk verband met ondernemerschap kan immers in beide richtingen werken. Om die reden werden innovatie, en de Belgische resultaten ter zake, in het vorige hoofdstuk

behandeld. Voor vijf overige groepen van determinanten, daarentegen, is het intuïtief duidelijker dat ze het ondernemerschap beïnvloeden, maar niet omgekeerd.

De vijf gebruikte groepen betreffen het regelgevend kader, de marktomstandigheden, de toegang tot financiering, de ondernemerscompetenties en de ondernemerscultuur. Voor elk van die groepen heeft de OESO een reeks relevante indicatoren opgelist, die de verschillende facetten van de determinantengroepen weerspiegelen. Zo bevat de groep 'regelgevend kader' indicatoren met betrekking tot administratieve lasten, belastingen en de product- en arbeidsmarktregulering. De groep 'marktomstandigheden' betreft onder meer indicatoren inzake de toegang tot buitenlandse markten en de mate van overheidsbeslag in de economie. De 'toegang tot financiering', van zijn kant, wordt bijvoorbeeld gevat door middel van reeksen inzake de toegang tot schuldfinanciering en de aandelenmarkt. Voor de 'ondernemerscompetenties' worden indicatoren gebruikt betreffende het onderwijsniveau van de bevolking en de kwaliteit van de bestaande managementopleidingen. En de 'ondernemerscultuur', ten slotte, bevat enquêtegegevens met betrekking tot de maatschappelijke perceptie van ondernemers, de angst om te mislukken, enz. Voor een volledig overzicht van die indicatoren wordt verwezen naar OECD (2015).

Om te beginnen, werd een databank aangemaakt met voor alle landen van de EU15 de gegevens van de diverse, door de OESO geselecteerde indicatoren. Enkele

reeksen waren echter niet beschikbaar of onvolledig, en voor de groepen ondernemerscompetenties en ondernemerscultuur was het aantal indicatoren zeer beperkt. Daarom werd de OESO-lijst aangevuld met een aantal meer volledige en complementaire reeksen. De gebruikte gegevensbank bestond aldus uit, in totaal, een vijftigtal indicatoren (cf. bijlage). Deze laatste kunnen uiteraard onmogelijk allemaal binnen het bestek van één enkel artikel worden besproken. Bovendien zijn sommige indicatoren duidelijk pertinentier als determinant van ondernemerschap dan andere. Daarom werd een methode gebruikt die, voor elk van de determinantengroepen, de gemeenschappelijke informatie afkomstig van de diverse gegevensreeksen bundelt (cf. infra).

Om deze techniek te kunnen gebruiken, werden de reeksen nog enigszins bewerkt teneinde een aantal problemen te verhelpen. Zo bleken de jaarlijkse gegevens voor een aantal indicatoren, vooral die afkomstig van enquêtes, vrij volatiel te zijn. De reeksen waren bovendien in verschillende eenheden uitgedrukt, bv. in procenten van een andere grootte of op een schaal van 0 tot 7. Ten slotte konden de verschillende indicatoren niet eenduidig worden geïnterpreteerd, aangezien voor sommige onder hen hogere waarden wijzen op gunstiger omstandigheden voor ondernemerschap, terwijl dat bij andere reeksen⁽¹⁾ precies lagere waarden zijn. Daarom werd voor alle indicatoren het gemiddelde over de periode 2009-2015 gebruikt, wat meteen het probleem van voor sommige jaren ontbrekende data oploste. Tevens werden alle reeksen genormaliseerd rond het gemiddelde van de EU15⁽²⁾ en werden de gegevens, indien nodig, geïnverteerd opdat bij alle indicatoren een hogere waarde op een gunstiger ondernemersklimaat zou wijzen.

Op de aldus verkregen reeksen werd vervolgens, per groep, een correlatieanalyse uitgevoerd teneinde na te gaan of de verschillende indicatoren, die verondersteld worden enigszins vergelijkbare informatie te verschaffen, effectief een positieve onderlinge samenhang vertonen. Ondanks de invertering bleken in elke groep enkele reeksen negatief gecorreleerd te zijn aan de overige indicatoren, wat

- (1) Het gaat bijvoorbeeld om de kosten en procedures om een onderneming op te starten of de angst om te mislukken, die respectievelijk worden gebruikt als indicatoren voor het regelgevend kader en de ondernemerscultuur.
- (2) Dit houdt in dat de brutogegevens voor iedere indicator afzonderlijk werden gestandaardiseerd. Daardoor worden alle indicatoren herschaald naar een onderling vergelijkbare schaal. Bovendien is het EU15-gemiddelde op die manier telkens gelijk aan nul, wat achteraf de interpretatie van de resultaten vergemakkelijkt.
- (3) Een ‘(-)’ na een indicator geeft aan dat de betreffende gegevens werden geïnverteerd.
- (4) De ‘principal components’-methode beoogt de informatie in een reeks onderling gecorreleerde variabelen samen te vatten aan de hand van een geringer aantal ‘voornaamste componenten’, die worden verkregen door middel van orthogonale transformaties van de initiële variabelen. In elk van de ‘principal components’ is een deel van de heterogeniteit in het geheel van de indicatoren vervat. De methode is dusdanig gedefinieerd dat de eerste ‘principal component’ het grootste gedeelte van de totale variatie in de initiële variabelen vat. Onder bepaalde voorwaarden kan hij worden beschouwd als de synthetische indicator die in de indicatoren vervatte informatie het best samenvat.

TABEL 1 IN DE ANALYSE GEBRUIKTE DETERMINANTEN VAN ONDERNEMERSCHAP

Groepen	Aantal gebruikte indicatoren
Regelgevend kader	12
Marktomstandigheden	4
Toegang tot financiering	6
Ondernemerscompetenties	4
Ondernemerscultuur	4

Bron: NBB.

erop wijst dat ze blijkbaar tegenovergestelde informatie bevatten. Dit hoeft niet te verwonderen aangezien de gebruikte indicatoren louter werden geselecteerd op basis van hun verondersteld vermogen om een of ander aspect van de determinantengroep weer te geven, terwijl het in de praktijk, bijvoorbeeld wat de enquêteresultaten betreft, niet steeds duidelijk is hoe de resultaten ervan geïnterpreteerd moeten worden. De negatief gecorreleerde reeksen werden dan ook uit de analyse geweerd.

Zodoende bleven er in totaal dertig reeksen over. Voor het regelgevend kader ging het om, onder meer, de kosten en procedures om een onderneming op te starten (-)⁽³⁾, de bescherming tegen ontslag (-) en de bescherming van eigendomsrechten. De marktomstandigheden werden bijvoorbeeld gevat door middel van indicatoren met betrekking tot de belemmeringen voor handel en investeringen (-) en het overheidsaandeel in de economie (-). Voor de toegang tot financiering betrof het onder meer de kredietrating van het land en de beschikbaarheid van durfkapitaal (‘venture capital’). Als aanwijzing voor de ondernemerscompetenties werd bijvoorbeeld gebruik gemaakt van het aandeel afgestudeerden van het hoger onderwijs en de deelname aan levenslang leren, net als van de kwaliteit van de managementscholen. De ondernemerscultuur, ten slotte, werd weergegeven door, onder meer, de status van ondernemerschap en de angst voor een faillissement (-).

Vervolgens kon voor elke groep een synthetische indicator worden samengesteld. Die werd verkregen door toepassing van de zogenoemde ‘principal components’-methode, die het mogelijk maakt de in verschillende reeksen vervatte gemeenschappelijke informatie te bundelen. Aangezien de diverse indicatoren in determinantengroepen werden samengebracht, kan de eerste ‘principal component’ worden beschouwd als een geaggregeerde maatstaf van die groep⁽⁴⁾. Een supplementair voordeel van de gebruikte

methode is dat voor de berekening van de 'principal component' de verschillende basisreeksen impliciet een gewicht toegekend krijgen: zo zijn reeksen die (statistisch gezien) meer informatie bevatten, belangrijker bij de berekening van de synthetische indicator⁽¹⁾. Door de aldus verkregen gewichten toe te passen op de waarden van de diverse basisindicatoren voor de verschillende landen, werd voor elk land, voor elk van de vijf groepen, één enkel cijfer verkregen, dat op synthetische wijze weergeeft welke positie dat land voor die determinantengroep inneemt. Dit maakt onderlinge vergelijkingen tussen de landen mogelijk en eveneens ten opzichte van het EU15-gemiddelde dat, bij constructie, steeds gelijk is aan nul.

3.2 De verkregen resultaten

Al met al geven de resultaten aan dat binnen de EU15 enkele clusters van landen kunnen worden onderscheiden. Zo zijn de zuidelijke lidstaten (Griekenland, Italië, Portugal en Spanje) stelselmatig onderaan de rangschikking te vinden. Omgekeerd laten de noordelijke

(1) Dit is een belangrijk voordeel ten opzichte van andere methoden. Een alternatief kon er bijvoorbeeld in bestaan een gewoon gemiddelde van de reeksen te nemen. In dat geval krijgen alle reeksen echter hetzelfde gewicht toegekend, en gaan aspecten die door meerdere reeksen worden gevat impliciet sterker wegen dan andere dimensies.

landen (Denemarken, Finland en Zweden) vrij systematisch de betere resultaten optekenen. Ook Ierland, Nederland en het Verenigd Koninkrijk behoren voor diverse groepen tot de best presterende landen. De andere landen nemen een middenpositie in. Deze algemene positionering van de landen stemt in grote lijnen overeen met hun prestaties inzake ondernemerschap.

De vijf determinantengroepen leveren echter toch uiteenlopende resultaten op, wat betekent dat ze effectief verschillende aspecten vatten die het ondernemerschap beïnvloeden.

Voor vier van de vijf determinantengroepen scoort België beter dan het EU15-gemiddelde, dat echter steevast sterk neerwaarts wordt beïnvloed door vooral de zuidelijke lidstaten. De relatieve situatie is het best voor de marktomstandigheden, waar België op de rangschikking van de 15 lidstaten de vierde positie inneemt, na Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Ierland. De relatief goede score voor deze determinant hoeft niet te verwonderen, aangezien de Belgische economie klein en op het buitenland gericht is. Voor het regelgevend kader, de toegang tot financiering en de ondernemerscompetenties komt ons land op de zesde of de zevende plaats, zij het op geruime afstand van de best presterende landen.

GRAFIEK 11 POSITIONERING VAN BELGIË EN DE LANDEN VAN DE EU15 VOOR DE VIJF DETERMINANTENGROEPEN

(rangschikking van de landen van links naar rechts naargelang de determinanten er in mindere of meerdere mate gunstig zijn voor de ontwikkeling van ondernemerschap; EU15-gemiddelde = 0; gemiddelden 2009-2015)



Bronnen: EC, ECB, GEM, IMD, IMF, OESO, WEF, Wereldbank, berekeningen NBB.

Het grote obstakel voor het ondernemerschap in België is blijkbaar de gebrekkige ondernemerscultuur. De onderlinge verschillen tussen de meeste landen van de EU15 zijn voor die determinantengroep dan wel kleiner, maar België wordt als allerlaatste gerangschikt.

Worden de vier indicatoren die werden gebruikt om de ondernemerscultuur te meten, van naderbij bekeken, dan bevindt België zich voor elk ervan helemaal achteraan het klassement van de 15 lidstaten. Dat geldt vooral voor de reeks die nagaat of men bereid is een zaak op te starten als het risico bestaat dat ze niet zal slagen (13^{de}) en voor de indicator betreffende de inschatting van de status van succesvolle ondernemers (15^{de}).

De relatief gunstige beoordeling van de marktomstandigheden hangt vooral samen met de geringe obstakels voor handel en investeringen. Voor de drie andere determinantengroepen, waarvoor België volgens de synthetische indicatoren een middenpositie inneemt, leveren de afzonderlijke basisindicatoren een veeleer gemengd beeld op. Voor de toegang tot financiering bevindt ons land zich stelselmatig in het midden van het spectrum. Voor het regelgevend kader en de ondernemerscompetenties, daarentegen, wordt het resultaat, dat net boven het EU-gemiddelde uitkomt, verklaard door het feit dat een aantal aspecten vrij gunstig worden geacht, terwijl andere slecht scoren. Wat de eerste groep betreft, worden de procedure om een bedrijf op te starten en de regulering in verband met faillissementen als zeer gunstig beschouwd, maar wordt gewag gemaakt van, onder meer, lastige verplichtingen tegenover de overheid in verband met rapportering, het verkrijgen van vergunningen, enz. Voor de ondernemerscompetenties wordt de hoge kwaliteit van de managementscholen aangehaald en wordt geoordeeld dat het onderwijssysteem voorziet in de behoeften van een concurrerende economie; de participatie aan levenslang leren blijft daarentegen beperkt.

4. Recente beleidsmaatregelen

Teneinde de oprichting van ondernemingen te stimuleren, hebben de verschillende beleidsniveaus in België een aantal maatregelen genomen. Aan de hand van de gegevens van, onder meer, het Nationaal hervormingsprogramma 2016, kan een (niet-exhaustief) overzicht worden geschetst van de recente initiatieven ter bevordering van het ondernemerschap.

Administratieve vereenvoudiging en verbetering van het statuut van de zelfstandigen

Meerdere hervormingen staan in het teken van administratieve vereenvoudiging. Het federale 'kmo-plan', dat in februari 2015 werd voorgesteld, beoogt bijvoorbeeld het sociaal statuut van de zelfstandigen te verbeteren en de oprichting van ondernemingen aan te moedigen, maar het wil ook een optimaal regelgevend kader creëren voor de kmo's. Met betrekking tot het sociaal statuut van de zelfstandigen, voorziet het plan met name in een evaluatie van de hervorming van de sociale bijdragen voor zelfstandigen en in de geleidelijke afstemming van de minimumpensioenen van zelfstandigen op die van werknemers. De harmonisering van deze beide typen van statuten kan het starten van een eigen zaak immers stimuleren, als alternatief voor een baan als werknemer.

Ook de gewesten hebben verschillende initiatieven genomen

In 2015 werden de ondersteuningsprogramma's voor ondernemingen in het Brussels Gewest gestroomlijnd. Dat project moet de synergieën tussen de verschillende instellingen versterken en unieke toegang bieden tot de ondersteunende diensten en tot de stimuleringsmaatregelen voor de oprichting van ondernemingen en innovatie. In Brussel worden tevens initiatieven uitgewerkt om werkzoekenden te begeleiden bij het starten van een eigen zaak.

In Vlaanderen werd in 2009 het 'Agentschap Innoveren & Ondernemen'⁽¹⁾ opgericht. Ook daar was de doelstelling het bundelen van alle diensten en instrumenten ter ondersteuning van de ondernemingen. Er werden eveneens maatregelen genomen in het vlak van administratieve vereenvoudiging, bijvoorbeeld wat het verkrijgen van milieuvergunningen betreft.

Betere toegang tot financiering voor nieuwe ondernemingen

In 2015 nam de federale regering een maatregel om de toegang tot financiering voor kmo's en innoverende ondernemingen te verbeteren. De tax shelter voor dergelijke ondernemingen betreft een belastingkrediet in de personenbelasting voor wie wil investeren in een nieuwe onderneming. Onder bepaalde voorwaarden kan dat belastingkrediet tot 45 % van de gedane investering belopen. Deze nieuwe mogelijkheid past in een grondig gewijzigd financieringssysteem voor jonge, innoverende ondernemingen. Dankzij dat initiatief zou snel kunnen worden

(1) <http://www.vlaio.be/>

ingespeeld op de nieuwe financieringsbehoeften van de bewuste ondernemingen. De tax shelter maakt deel uit van het 'start-up plan' van de federale regering, dat ook andere maatregelen omvat (nieuwe fiscale regeling voor crowdfunding, vermindering van de loonkosten bij indienstnemingen, enz.) ter ondersteuning van jonge ondernemers.

In het Waals Gewest werd in 2015 een ontwerpdecreet goedgekeurd, dat erop gericht is om via fiscale stimuli spaargelden van particulieren te mobiliseren ten voordele van jonge kmo's. In Vlaanderen heeft de 'Participatiemaatschappij Vlaanderen' (PMV) een unieke formule ontwikkeld om de toegang tot financiering van de ondernemingen te vereenvoudigen.

Bevordering van de ondernemerscultuur

Ook werden maatregelen genomen, onder meer inzake onderwijs, om de ondernemerscultuur in België te stimuleren.

In Wallonië is ondernemerschap een van de vier pijlers van het 'plan PME' voor de periode 2015-2020. In dat kader past het programma 'générations entrepreneurs 2015-2020', dat een reeks maatregelen bevat om het ondernemerschap in het onderwijs te bevorderen. Voorbeelden daarvan zijn de ondersteuning van ondernemersscholen, de opleiding van leerkrachten in ondernemerschap, maar ook de tenuitvoerlegging van maatregelen voor de begeleiding en de follow-up van studenten-ondernemers (systemen van peterschap en incubatoren).

Dergelijke initiatieven bestaan ook in Vlaanderen. Voortbouwend op vroegere initiatieven, ontwikkelde ook de Vlaamse regering in 2015 een actieplan voor het onderwijs teneinde het ondernemerschap en de ondernemerszin te stimuleren. Het plan is erop gericht het ondernemerspotentieel bij studenten en werkzoekenden te activeren.

Conclusie en slotbemerkingen

Ondernemerschap kan op verschillende manieren worden gedefinieerd en gemeten. Mogelijke maatstaven zijn de creatie van ondernemingen en het aandeel van zelfstandigen in de bevolking op arbeidsleeftijd. Om deze twee concepten te kwantificeren, kunnen verschillende bronnen worden gehanteerd. In dit artikel werden, ten behoeve van de economische relevantie en de internationale vergelijkbaarheid, de gegevens gebruikt van respectievelijk Eurostat en de EAK.

In 2013 maakten de nieuw opgerichte bedrijven in België 3,6% van het totale aantal ondernemingen uit.

Van alle landen van de EU15 heeft ons land aldus de laagste bruto-oprichtingsgraad van ondernemingen; het EU15-gemiddelde lag, met 8,9%, meer dan tweemaal zo hoog. Die ondermaatse ondernemingscreatie geldt voor alle grote bedrijfstakken. Deze vaststellingen gelden sedert 2008, het eerste jaar waarvoor de gegevens beschikbaar zijn. Ook het relatieve aantal stopzettingen ligt in Europees verband zeer laag. De Belgische ondernemingspopulatie is derhalve weinig dynamisch. Het proces van 'creative destruction' - waarbij voortdurend nieuwe bedrijven worden opgericht en de minst productieve ondernemingen verdwijnen, zodat de aanwezige productiefactoren optimaal kunnen worden toegewezen en de potentiële groei kan worden verhoogd - is in ons land dus slechts weinig ontwikkeld.

In 2014 oefende 8,6% van de bevolking van 15 tot 74 jaar een zelfstandige activiteit uit. België bevindt zich zodoende in de middenmoot van de EU15, waar het gemiddelde 9,1% beliep, en tevens tussen de buurlanden. De Belgische cijfers worden enigszins opwaarts beïnvloed door een groot aandeel zelfstandigen met de nationaliteit van een van de nieuwe EU-lidstaten. In vergelijking met andere Europese landen zijn er in België minder zelfstandigen van 45 jaar en ouder. Terwijl sedert 2000 elders in Europa vaak een duidelijke stijging werd opgetekend, was dat in België nauwelijks het geval.

Dat het aantal zelfstandigen in België amper is toegenomen, komt voor een deel door uiteenlopende regionale ontwikkelingen. Zowel de gegevens inzake de oprichting van ondernemingen als die met betrekking tot het aandeel van de zelfstandigen tonen immers aan dat vooral Vlaanderen en Brussel de stuwende krachten zijn achter het ondernemerschap in België, terwijl Wallonië relatief achterophinkt.

Er zijn verscheidene vormen van ondernemerschap mogelijk, met een verschillende impact op de economische groei. Het ondernemerschap uit noodzaak en uit opportuniteitsoverwegingen genereert minder economische bedrijvigheid dan het groeigericht ondernemerschap. Innovatie is een van de kanalen waarlangs het groeigericht ondernemerschap de economische bedrijvigheid kan beïnvloeden. Het is dus vooral die ondernemersvorm die moet worden gestimuleerd. In de periode 2009-2015 behoorde ongeveer 28% van de jonge Belgische ondernemingen tot deze laatste categorie, een percentage dat iets lager uitkwam dan het EU15-gemiddelde (33%).

Ondernemerschap heeft vele dimensies, en wordt dan ook door tal van factoren beïnvloed. In dit artikel worden, naar het voorbeeld van de OESO en de EC, vijf grote

determinantengroepen onderscheiden. Voor iedere groep werden verschillende indicatoren gebundeld teneinde de uiteenlopende aspecten ervan weer te geven. De 'principal component'-analyse maakt het mogelijk om voor de vijf determinantengroepen een synthetische indicator te berekenen, die alle lidstaten van de EU15 positioneert.

Uit de analyse blijkt dat België binnen de EU15 relatief goed scoort inzake marktomstandigheden en gemiddeld wat het regelgevend kader betreft, de toegang tot financiering en de ondernemerscompetenties. Inzake ondernemerscultuur, daarentegen, boekte ons land tussen 2009 en 2015 de slechtste resultaten van de EU15.

Voor elk van de determinantengroepen is een verbetering mogelijk. De diverse overheden hebben de afgelopen jaren voor verscheidene aspecten een aantal maatregelen genomen, zoals de invoering van een tax shelter voor start-ups en de verlichting van een aantal administratieve lasten. Dat er wordt naar gestreefd diverse determinanten van ondernemerschap te verbeteren, is positief. Daarbij moeten echter twee bemerkingen worden gemaakt. Om te beginnen, moeten de maatregelen, voor een dergelijk breed scala van

determinerende factoren, onderling complementair zijn en moet worden gezorgd voor een goede coördinatie van de door de diverse overheidsniveaus ondernomen acties.

Bovendien moeten de juiste prioriteiten worden gelegd. Aangezien de zeer gebrekkige ondernemerscultuur in ons land de grote hinderpaal blijkt te zijn voor het ondernemerschap, is het van essentieel belang dat een positieve perceptie van 'ondernemen' wordt bevorderd, waarbij de angst voor en de stigmatisering van mislukking worden verminderd, creativiteit en het nemen van risico's worden aangemoedigd en het opstarten van een activiteit als een zeer interessante en nuttige professionele keuze wordt beschouwd. Dat is echter zonder twijfel de determinant waar de overheid het minst vat op heeft; het is bovendien een werk van lange adem. Het stimuleren van de ondernemingszin vereist dan ook een niet-aflatende aanpak via diverse kanalen, onder meer via de media en via de scholen, waar reeds enkele initiatieven zijn genomen. Een dergelijke cultuuromslag kan in hoge mate bijdragen aan het vrijwaren en het verhogen van de toekomstige welvaart in ons land.

Bijlage

LIJST VAN INDICATOREN INZAKE DE DETERMINANTEN VAN HET ONDERNEMERSCHAP (GEBASEERD OP OECD, 2015)

Regelgevend kader		
Last van overheidsregulering (Burden of government regulation)	Antwoorden op de enquêtevraag: hoe lastig is het voor bedrijven om de door de overheid in uw land opgelegde administratieve verplichtingen na te leven (vergunningen, regels, rapportering) (1 = lastig, 7 = niet lastig)?	World Economic Forum, <i>Global Competitiveness Report</i>
Kosten voor het opzetten van een onderneming (Costs required for starting a business)	De officiële kosten van elke procedure in procenten van het bruto nationaal inkomen per hoofd van de bevolking, op basis van formele wetgeving en standaardhypothesen inzake ondernemingen en procedures.	Wereldbank, <i>Doing Business</i>
Aantal procedures om een onderneming op te zetten (Number of procedures for starting a business)	Alle generieke procedures die officieel nodig zijn om een bedrijf te laten registreren.	Wereldbank, <i>Doing Business</i>
Aan procedures gerelateerde tijd en kosten om een opslagplaats te bouwen (Procedures time and costs to build a warehouse)	Komt overeen met een gemiddelde van drie maatstaven: 1) gemiddelde tijd die iedere procedure in beslag neemt, 2) de officiële kostprijs van iedere procedure en 3) het aantal procedures dat nodig is om een opslagplaats te bouwen.	Wereldbank, <i>Doing Business</i>
Tijd voor het betalen van de belastingen (Time for paying taxes)	Tijd die nodig is om de aangifte van de vennootschapsbelasting, de btw en de sociale bijdragen in te vullen, te verzenden en de desbetreffende betalingen te verrichten, uitgedrukt in uren per jaar.	Wereldbank, <i>Doing Business</i>
Gemiddelde kosten van faillissementsprocedures (Cost – Average cost of bankruptcy proceedings)	De kosten van de procedures, uitgedrukt in procenten van de waarde van de boedel.	Wereldbank, <i>Doing Business</i>
Gemiddelde duur van faillissementsprocedures (Time – Average duration of bankruptcy proceedings)	Tijd, uitgedrukt in kalenderjaren, met inbegrip van bezwaaren beroepsprocedures en vertragingen.	Wereldbank, <i>Doing Business</i>
Recuperatiepercentage (Recovery rate)	Het recuperatiepercentage raamt welk percentage de benadeelde partijen – schuldeisers, belastingautoriteiten en werknemers – recupereren van een failliet bedrijf.	Wereldbank, <i>Doing Business</i>
Tijd nodig om overeenkomsten te doen naleven (Enforcing contracts – Time)	Tijd, uitgedrukt in kalenderdagen, vanaf het ogenblik dat de eiser de zaak aanhangig maakt bij de rechtbank tot de betaling. Dit omvat zowel de dagen waarop de rechtsvordering plaatsvindt als de wachttijd ertussen.	Wereldbank, <i>Doing Business</i>
Moelijkheid om personeel in dienst te nemen (Difficulty of hiring)	De indicator meet de striktheid van de regelgeving betreffende het gebruik van een arbeidsovereenkomst voor bepaalde duur en van uitzendcontracten (0 = minste beperkingen, 6 = meeste beperkingen).	OESO, <i>Employment protection indicators</i>
Bescherming van intellectuele eigendom (Intellectual property protection)	Antwoorden op de enquêtevraag: hoe streng is de bescherming van de intellectuele eigendom in uw land, inclusief maatregelen tegen namaak (1 = uitermate zwak, 7 = uitermate streng)?	World Economic Forum, <i>Global Competitiveness Report</i>
Eigendomsrechten (Property rights)	Antwoorden op de enquêtevraag: hoe zijn de eigendomsrechten, inclusief die inzake financiële activa, omschreven en beschermd (1 = zijn onvoldoende omschreven en niet bij wet beschermd, 7 = zijn duidelijk omschreven en degelijk bij wet beschermd)?	World Economic Forum, <i>Global Competitiveness Report</i>

LIJST VAN INDICATOREN INZAKE DE DETERMINANTEN VAN HET ONDERNEMERSCHAP (vervolg 1)

Marktomstandigheden		
Obstakels voor handel en investeringen (Barriers to trade and investment)	Deze indicator meet expliciete hinderpalen en andere obstakels voor handel en investeringen. Hij is gebaseerd op periodiek verzamelde kwalitatieve informatie over wetten en bepalingen, die wordt omgezet in kwantitatieve indicatoren.	OESO, <i>Product Market Regulation Indicators</i>
Services Trade Restrictiveness Index (STRI)	De indicator wordt berekend op basis van een gestandaardiseerde databank met betrekking tot de in elk land van kracht zijnde beleidsmaatregelen die relevant zijn voor handel en investeringen.	OESO, <i>Services Trade Restrictiveness Index Regulatory Database</i>
Overheidsbedrijven en -investeringen (Government enterprises and investment)	De gegevens betreffen de omvang, de samenstelling en het aandeel van de productie van overheidsbedrijven en de overheidsinvesteringen in procenten van de totale investeringen.	IMF, Wereldbank, UN National Accounts en World Economic Forum
Raffinement van de kopers (Buyer sophistication)	Antwoorden op de enquêtevraag: waarop zijn aankoopbeslissingen gebaseerd (1 = enkel gebaseerd op de laagste prijs, 7 = gebaseerd op een gesofisticeerde analyse van het resultaat)?	World Economic Forum, <i>Global Competitiveness Report</i>
Toegang tot financiering		
Kredietrating van het land (Country credit rating)	De indicator is gebaseerd op een beoordeling door de <i>Institutional Investor Magazine Ranking</i> .	IMD, <i>World Competitiveness Yearbook</i>
Gemakkelijke toegang tot leningen (Ease of access to loans)	Antwoorden op de enquêtevraag: hoe gemakkelijk kan in uw land een banklening worden verkregen met enkel een goed businessplan maar geen onderpand (1 = uitermate moeilijk, 7 = uitermate gemakkelijk)?	World Economic Forum, <i>Global Competitiveness Report</i>
Kredietmarge (Lending margin)	De beleningsrente min de depositorente gebaseerd op een gemiddelde van de twaalfmaands tarieven voor elk land.	ECB
Beschikbaarheid van durfkapitaal (Venture Capital Availability)	Antwoorden op de enquêtevraag: hoe gemakkelijk is het voor ondernemers met innoverende maar risicovolle projecten om in uw land aan durfkapitaal te komen (1 = uitermate moeilijk, 7 = uitermate gemakkelijk)?	World Economic Forum, <i>Global Competitiveness Report</i>
Durfkapitaal	Private equity investeringen.	OESO, <i>Entrepreneurship Finance Database</i>
Kapitalisatie van secundaire markt (Capitalization of secondary stock)	Beoordeling van de efficiëntie van de aandelenmarkten inzake het verschaffen van financiering aan ondernemingen (1 = zeer slecht, 10 = zeer goed).	IMD, <i>World Competitiveness Yearbook</i>
Ondernemerscompetenties		
Bevolking met een tertiaire opleiding (Population with tertiary education)	Het aandeel van de bevolking van 30-34 jaar dat een diploma universitair onderwijs of niet-universitair hoger onderwijs (tertiair niveau) met opleidingsniveau ISCED 1997 5-6 heeft behaald.	Eurostat
Kwaliteit van de managementscholen (Quality of Management Schools)	Antwoorden op de enquêtevraag: de kwaliteit van de businessscholen is (1 = uitermate slecht – bij de slechtste in de wereld; 7 = uitstekend - bij de beste in de wereld)?	World Economic Forum, <i>Global Competitiveness Report</i>
Deelname aan onderwijs en opleiding (Participation in education and training)	Deelname aan scholing en opleiding in de laatste vier weken (in % van de bevolking van 25 tot 64 jaar).	Eurostat
Onderwijssysteem (Education system)	Het onderwijssysteem voorziet in de behoeften van een concurrentiekrachtige economie (IMD WCY executive survey gebaseerd op een index van 0 tot 10).	IMD, <i>World Competitiveness Yearbook</i>

LIJST VAN INDICATOREN INZAKE DE DETERMINANTEN VAN HET ONDERNEMERSCHAP (vervolg 2)

Ondernemerscultuur

Hoge status succesvol ondernemerschap (High status successful entrepreneurship)	Percentage van de 18-64-jarigen die akkoord gaan met de stelling dat succesvolle ondernemers in hun land een hoge status genieten.	Global Entrepreneurship Monitor (GEM)
Oordeel over ondernemers (Opinion about entrepreneurs)	Antwoorden op de enquêtevraag : algemeen oordeel over ondernemers (zelfstandigen, bedrijfsseigenaars)? Ze worden afgezet tegen managers in grote ondernemingen en professionals.	EC, <i>Flash Eurobarometer</i>
Angst voor faillissement (Fear of failure)	Percentage van de 18-64-jarigen die goede kansen zien, maar aangeven dat faalangst hen ervan zou weerhouden een bedrijf op te zetten.	Global Entrepreneurship Monitor (GEM)
Gevaar van faillissement (Risk for business failure)	Antwoorden op de enquêtevraag : bereid een bedrijf op te zetten indien er gevaar van faillissement bestaat?	EC, <i>Flash Eurobarometer</i>

Bibliografie

Acs, Z. J. (2006), 'How is entrepreneurship good for economic growth?', *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 1(1), 97-107.

Belgisch Nationaal Hervormingsprogramma, 2016.

EC (2007), *Eurostat-OECD manual on business demography statistics*.

EC (2012), *Entrepreneurship determinants: culture and capabilities*.

EC (2016), *European Innovation Scoreboard 2016*.

GEM (2010), *A global perspective on entrepreneurship education and training*.

GEM (2016), *2015/2016 Global report*.

Hellmann T. (2007), 'When do employees become entrepreneurs?', *Management Science*, 53(6), 919-933.

Kauffman Foundation (2015), *Measuring an entrepreneurial ecosystem*.

Kritikos A. (2014), *Entrepreneurs and their impact on jobs and economic growth*, IZA World of Labor, 8.

Naudé W. (2013), *Entrepreneurship and economic development: theory, evidence and policy*, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit – Institute for the Study of Labor, Discussion paper 7507.

NBB (2016), *Verslag 2015*.

OECD (2015), *Entrepreneurship at a glance 2015*, OECD Publishing, Paris.

OECD (2016), *Inclusive business creation: good practice compendium*, OECD Publishing, Paris.

OECD/EC (2014), *The Missing Entrepreneurs: Policies for Inclusive Entrepreneurship in Europe*, OECD Publishing.

UCM (2016), *Atlas du créateur*.

Verduyn F. (2013), 'Demografie van ondernemingen', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 43-60.

World Bank (2016), *Doing business 2016 measuring regulatory quality and efficiency: Economy profile 2016 – Belgium*.

World Economic Forum (2013), *Entrepreneurial ecosystem around the globe and company growth dynamics*.

World Economic Forum (2014), *Entrepreneurial ecosystem around the globe and early-stage company growth dynamics*.

World Economic Forum (2015), *Leveraging entrepreneurial ambition and innovation: a global perspective on entrepreneurship competitiveness and development*.

Waarom blijft de opleving van de investeringen in het eurogebied zwak ?

P. Butzen
S. Cheliout
E. De Prest
S. Ide
W. Melyn

Inleiding

Na het uitbreken van de mondiale financiële crisis werden de investeringen in het eurogebied drastisch terugschroefd en acht jaar later hebben ze hun niveau van vóór 2008 nog steeds niet opnieuw bereikt. Investeringen zijn een belangrijke, sterk cyclische component van de vraag. De forse teruggang ervan en hun daaropvolgende zwakke dynamiek verklaren voor een behoorlijk deel de ernst van de recessie en het moeizaam herstel in het eurogebied. Een laag investeringsniveau drukt bovendien niet enkel de vraag; het ondermijnt tevens het economisch groeipotentieel op lange termijn aangezien het de uitbreiding beknot van de kapitaalvoorraad en de verspreiding van innoverende technologieën. Het zet als dusdanig een rem op de creatie van werkgelegenheid en welvaart.

In dit artikel wordt een verklaring gezocht voor het recente verloop van de investeringen in het eurogebied. Er wordt meer bepaald nagegaan welke factoren een opleving van de investeringen belemmeren en welke initiatieven er op Europees niveau zijn genomen om deze situatie te verhelpen.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In een eerste, veeleer beschrijvend hoofdstuk wordt onderzocht of, sinds de financiële crisis, de investeringsdynamiek in het eurogebied uit historisch en internationaal oogpunt uitzonderlijk is. In het verleden gingen financiële crisissen tenslotte doorgaans ook gepaard met een lange periode van trage investeringsgroei en de huidige crisis heeft evenmin de

investeringen in andere geavanceerde landen gespaard. Vervolgens wordt geanalyseerd of het zwakke investeringsverloop een algemeen verschijnsel is in het eurogebied of, integendeel, beperkt blijft tot bepaalde landen en investeringscomponenten, die vóór de crisis een buitengewoon sterke expansie lieten optekenen. In dat geval zou de teruggang een normale correctie zijn van een onhoudbare situatie waarbij de opgebouwde overcapaciteit wordt gereduceerd.

Hoofdstuk twee zoomt in op de bedrijfsinvesteringen. Deze laatste zijn, meer dan overheidsinvesteringen of investeringen in woongebouwen, van essentieel belang voor het productiepotentieel en voor het concurrentievermogen van een economie. Een gematigde economische groei en een onderbenut productieapparaat hebben de noodzaak van investeringen duidelijk verkleind. Een zwakke conjunctuur op zich is echter niet voldoende om de dynamiek van de bedrijfsinvesteringen te verklaren. Ook andere factoren, die een erfenis zijn van de crisis, zoals een hoge schuldgraad, minder gunstige kredietvoorwaarden of onzekerheid, blijven, zij het in verschillende mate, die investeringen drukken.

Het is niet uitgesloten dat, naast de voornoemde factoren die veeleer op korte tot middellange termijn werkzaam zijn, enkele structurele wijzigingen die zich de afgelopen decennia hebben voorgedaan, een impact hebben gehad op het onderliggend trendmatig verloop van de investeringen. Seculaire trends in het vlak van demografie en mondialisering alsook de overgang naar een

dienstenmaatschappij worden behandeld in het derde hoofdstuk. In het laatste hoofdstuk worden de initiatieven geëvalueerd die op het Europese beleidsniveau zijn genomen als reactie op de zwakke groei van de investeringen. Tot slot volgen enkele conclusies.

1. Recent verloop van de investeringen in het eurogebied

Een uit internationaal en historisch oogpunt uitzonderlijke teruggang

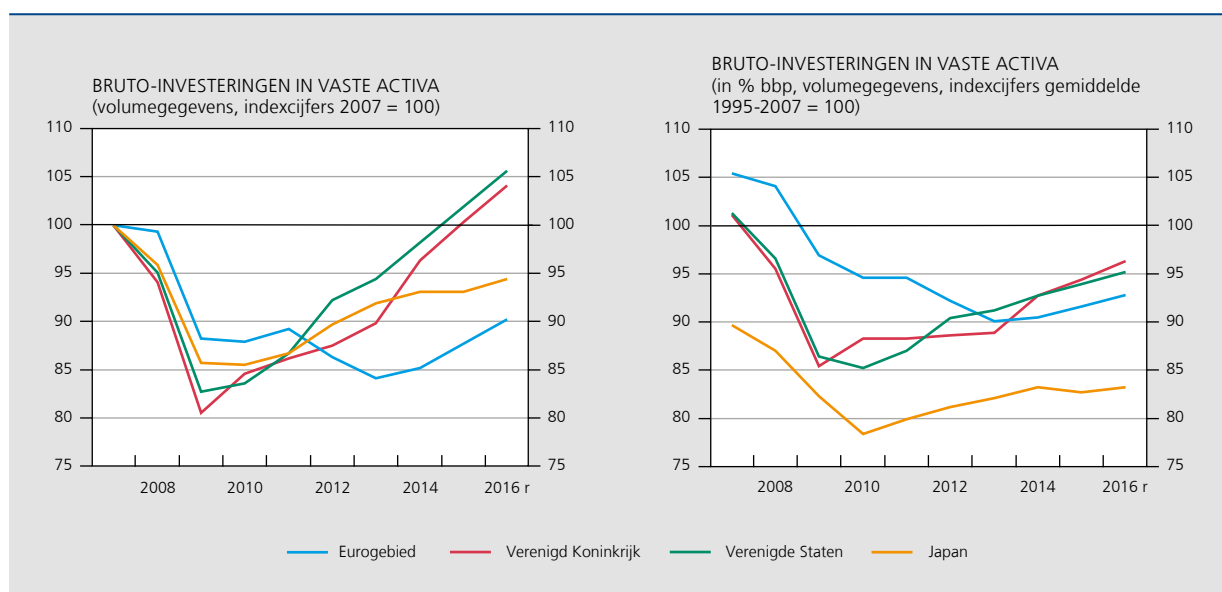
In vergelijking met andere grote geavanceerde economieën bleek de impact van de crisis op de investeringen in het eurogebied aanvankelijk nog mee te vallen; in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk kromp het investeringsvolume in 2009 immers nog sterker in. Omdat de investeringen zich in die landen tijdens de twee daaropvolgende jaren flink herstelden, bleven de verschillen tijdens de eerste fase van de crisis beperkt. In 2012-2013 liepen de investeringen in het eurogebied evenwel verder terug als gevolg van de

overheidsschuldencrisis die het eurogebied opnieuw in een recessie deed belanden. Sedertdien is het herstel bovendien zwak gebleven. Sinds eind 2014 trekt het investeringsvolume enigszins aan, maar volgens de lente-prognoses van de Europese Commissie (EC, 2016b) zou het in 2016 nog ver verwijderd blijven van de piek die vóór de crisis werd bereikt⁽¹⁾. In de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan, daarentegen, duurde het herstel voort en in de eerste twee landen hebben de investeringen inmiddels, in reële termen, hun peil van vóór de crisis overschreden.

Dat peil van vóór de crisis is evenwel slechts een momentopname. Hanteert men als referentie het gemiddelde niveau over een langere periode, namelijk 1995-2007, dan blijkt dat, in het jaar vóór het uitbreken van de crisis, de ratio tussen de investeringen en het bbp in het eurogebied hoger lag dan dat langetermijngemiddelde, wat op een niet-duurzame situatie kan wijzen. In de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk, daarentegen, schommelden de investeringen in verhouding tot het bbp in 2007 rond dat gemiddelde en in Japan kwam die ratio zelfs lager uit als gevolg van de jarenlange malaise na het uiteenspatten, aan het begin van de jaren negentig, van de zeepbel op de activamarkten. Het is derhalve niet denkbeeldig dat de daling van de investeringsratio in het eurogebied een persistente component bevat, namelijk een correctie op voorheen buitensporige investeringen. De investeringen in verhouding tot het bbp zijn er tot dusver hoe dan ook ruim onder hun langetermijngemiddelde

(1) Het moet worden aangestipt dat de investeringen in het eurogebied recentelijk onverwacht een sterke opleving te zien gegeven hebben. In het vierde kwartaal van 2015 lieten ze verrassenderwijs een dynamische groei optekenen en leverden ze de voornaamste bijdrage aan de groei. Verscheidene factoren van tijdelijke aard lijken echter een rol te hebben gespeeld. In het eerste kwartaal van 2016 is de toename van de investeringen verzwakt. Volgens de EC zou de groei van de investeringen in de loop van 2016 matig blijven.

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN DE INVESTERINGEN: INTERNATIONALE VERGELIJKING

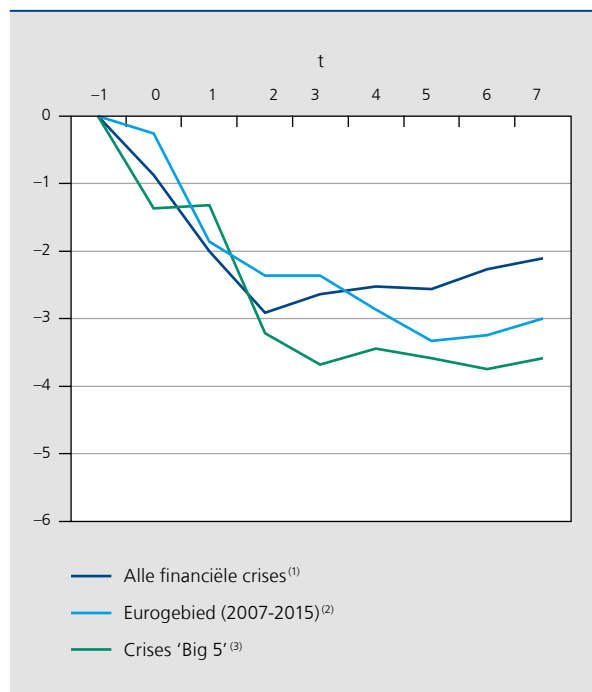


Bron: EC.

gebleven, terwijl de Amerikaanse en Britse ratio er reeds dichterbij de buurt van komen.

Ook uit historisch oogpunt is het verloop van de investeringsratio in het eurogebied vrij uitzonderlijk. Uit onderzoek van het IMF (2014a) naar de gevolgen van de financiële crisissen sinds de jaren zeventig is gebleken dat dergelijke crisissen meestal gepaard gaan met een diepe recessie en een trage opleving aangezien het tijd vergt om de in de aanloop naar de crisis opgebouwde onevenwichten, bijvoorbeeld excessieve schuldposities, te corrigeren. Investerings zijn bovendien volatieler en conjunctuurgevoeliger dan andere bestedingscomponenten en ze worden dan meestal ook zwaarder door de crisis getroffen. Bij een 'gewone' financiële crisis was de investerings/bbp-ratio drie jaar na het uitbreken van de crisis met gemiddeld 3 procentpunt gedaald. Bij de ergste crisissen met een systemisch karakter zou de daling, aldus het IMF, oplopen tot gemiddeld bijna 4 procentpunt. Die effecten zijn bovendien vrij persistent zodat het jaren kan duren vooraleer de investeringsratio naar haar vroegere niveau kan terugkeren.

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN DE INVESTERINGEN: HISTORISCH PERSPECTIEF
(in % bbp, volumegegevens, in procentpunt)



Bronnen: EC, IMF.

- (1) Het volledig staal van de financiële crisissen tussen 1970 en 2007 bepaald door Laeven en Valence (2012).
 (2) t = 0 geeft het jaar van de financiële crisis aan. Voor het eurogebied is dat het jaar 2008.
 (3) Spanje (1977), Noorwegen (1987), Finland (1991), Zweden (1991) en Japan (1992).

Aanvankelijk vertoonde het verloop van de investeringsratio in het eurogebied veel gelijkenis met dat van een 'gewone' financiële crisis. Tijdens de eerste jaren van de crisis werden de investeringen in ongeveer dezelfde mate teruggeschoefd als bij dergelijke crisissen. Nadien begonnen ze opnieuw licht aan te trekken, zij het wel in een duidelijk trager tempo. De tweede schok van de overheidsschuldencrisis riep de prille opleving evenwel een halt toe en zorgde voor een nieuwe correctie van de investeringsratio, tot ver onder het gemiddelde van de 'gewone' financiële crisissen, en meer conform de totale daling die werd opgetekend bij vijf zeer zware systemische financiële crisissen. Het 'double-dip' patroon is echter typisch voor de huidige crisis.

Een over sectoren en lidstaten wijdverspreide scherpe daling, gevolgd door een zwak en heterogeen herstel

De teruggang van de investeringen was bij het begin van de crisis vrij algemeen gespreid over de sectoren en de lidstaten, en volgde in bepaalde landen op een periode van krachtige investeringsdynamiek vooral in woongebouwen. Zo waren zowel de investeringen van de huishoudens⁽¹⁾, die grosso modo samenvallen met de investeringen in woongebouwen, als de investeringen van de niet-financiële ondernemingen in 2009 reeds met 15 % afgenomen. Na een stabilisatie liepen de investeringen van de huishoudens verder terug en ze bereikten pas in 2013 hun dieptepunt, zowat 20 % onder hun niveau van vóór de crisis. Vervolgens zette een licht herstel in. Bij de bedrijfsinvesteringen daarentegen werd reeds vanaf 2010 een opleving vastgesteld die ervoor zorgde dat het niveau van vóór de crisis in 2015 werd overschreden⁽²⁾. Het afwijkende verloop van de overheidsinvesteringen wordt verklaard door de budgettaire stimuleringsmaatregelen tijdens de eerste jaren na de crisis, en vervolgens door de inspanningen inzake begrotingssanering. In 2008, maar vooral in 2009, namen de overheidsinvesteringen nog vrij fors toe onder impuls van met name de infrastructuuruitgaven die de lidstaten van het eurogebied deden in het kader van het Europees economisch herstelplan (European Economic Recovery Plan). Eerst het verstrijken van dat plan en vervolgens de noodzaak om de begrotingen op orde te brengen, vertaalden zich vanaf 2010 in een drastische vermindering van de overheidsinvesteringen.

- (1) Voor de investeringen per institutionele sector zijn enkel waardegegevens beschikbaar. De stijging van de investeringsdeflator verklaart het verschil tussen de daling van de totale investeringen over de periode 2008-2015 naar waarde en naar volume (grafiek 1).
 (2) De investeringen in uitrustingsgoederen – een belangrijke component van de bedrijfsinvesteringen, en waarvoor wél volumegegevens beschikbaar zijn – bevonden zich in 2015 in reële termen nog ongeveer 5 % onder hun niveau van vóór de crisis.

Dankzij een licht accommoderend geworden begrotingskoers, hebben de overheidsinvesteringen zich meer recentelijk, in 2015, licht hersteld. Al met al is de daling van de totale investeringen tijdens de periode na de crisis voor meer dan de helft toe te schrijven aan de investeringen van de huishoudens.

Een blik op het investeringsverloop in de grootste lidstaten van het eurogebied alsook in enkele landen uit de periferie, leert dat ook landspecifiek de teruggang van de investeringen aanvankelijk algemeen was, maar dat de sterkste dalingen zich wel voordeden in Griekenland, Ierland, Spanje en Portugal. In die vier economieën werden tijdens de jaren vóór de crisis onhoudbare macro-economische ontwikkelingen opgetekend die mede aanleiding gaven tot de euroschuldencrisis, bijvoorbeeld een buitensporige schuldoopbouw en overcapaciteit op de woningmarkt. Alle vier⁽¹⁾ ontvingen ze financiële bijstand in ruil voor een economisch aanpassingsprogramma dat onder meer een gezondmaking van de begroting beoogde. De bewuste landen legden die sanering ten uitvoer door hun overheidsinvesteringen te reduceren. Behalve in Griekenland hebben de investeringen in die landen blijkbaar hun bodem bereikt en, vooral in Ierland, heeft kennelijk een herstel ingezet.

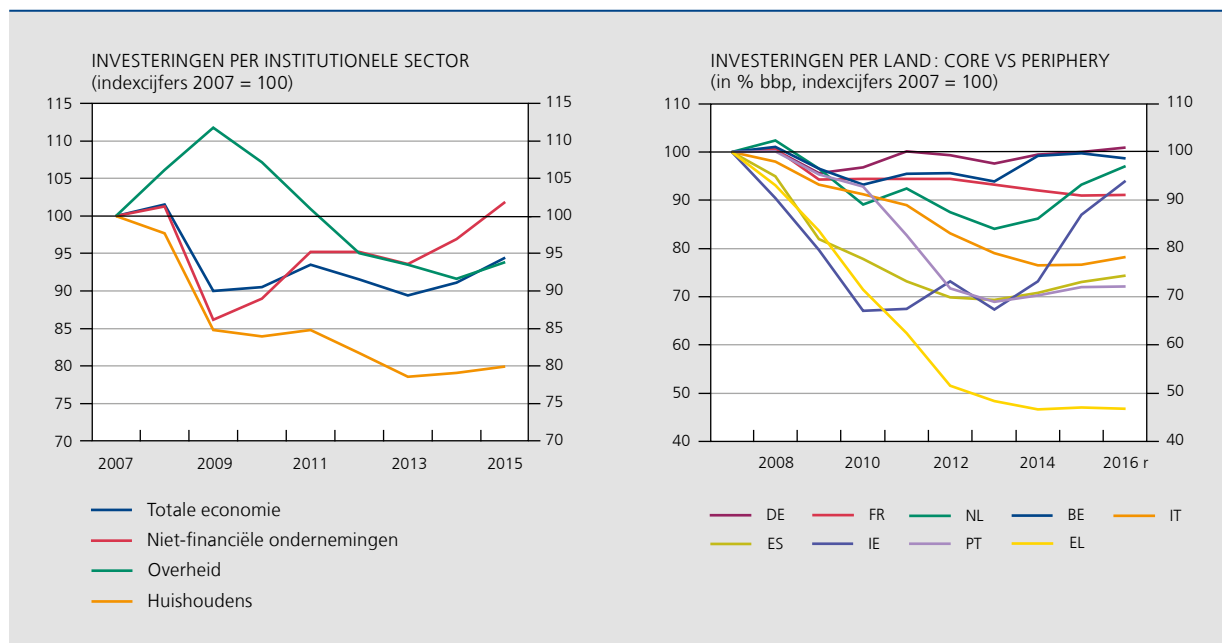
Na de aanvankelijke inzinking liet de situatie in 2011 in enkele andere landen, bijvoorbeeld in Duitsland, Nederland en België, een lichte verbetering optekenen, maar als gevolg

van de euroschuldencrisis en de matige groeivoorzichten gingen de investeringen er tijdens de daaropvolgende jaren niet langer noemenswaardig op vooruit, al overschreden de investeringen in Duitsland wél hun peil van 2007. In die landen, behalve in Nederland, blijft, volgens de lentevoorzichten van de EC (2016b), een krachtige investeringsgroei vooralsnog uit. Opvallend is overigens dat in Frankrijk en Italië, twee van de grootste landen van het eurogebied, de investeringen sedert 2009 nog geen duidelijke tekenen van herstel vertonen. Vooral in Italië betreft het een zeer forse, vrijwel onafgebroken daling, van in totaal meer dan 20% ten opzichte van 2007; in Frankrijk bedraagt die daling ongeveer 10%. Dit zijn onrustwekkende ontwikkelingen, niet alleen vanwege het belang van die landen in het eurogebied, maar ook omdat ze niet of veel minder dan de perifere landen macro-economische evenwichtsverstoringen vertoonden en de teruggang van de investeringen dus niet kan worden geïnterpreteerd als een correctie van buitensporige investeringen in de periode vóór de crisis.

De zwakke investeringen in het eurogebied kunnen deels inderdaad worden beschouwd als een correctie op bovenmatige investeringen en op het ontstaan van overcapaciteit in de periode vóór de crisis, met name in het vlak van de investeringen van de huishoudens in woningen, die

(1) Ook Cyprus kreeg financiële bijstand en legt een economische aanpassingsprogramma ten uitvoer.

GRAFIEK 3 VERLOOP VAN DE INVESTERINGEN: INSTITUTIONELE SECTOREN EN LANDEN VAN HET EUROGEBIED



Bron: EC.

in sommige lidstaten omvangrijker waren dan in andere. Zoals reeds vermeld, moet daarbij rekening worden gehouden met eventuele persistente effecten omdat in de eerste plaats de overcapaciteit moet worden weggewerkt en de investeringsratio vervolgens opnieuw kan aantrekken, zij het wel naar een lager, houdbaarder niveau dan tevoren. Aldus zij eraan herinnerd dat, na de vastgoedboom in de eerste helft van de jaren negentig, de crisis in de Duitse bouwsector jarenlang bleef aanslepen. Na de piek van 1994 duurde het vijftien jaar vooraleer de investeringen in woningen zich enigszins begonnen te herstellen in verhouding tot het bbp; in het eerste kwartaal van 2016 lag die investeringsratio nog steeds ietwat minder dan 25% onder haar hoogtepunt van meer dan twintig jaar eerder.

In het eurogebied zijn de zwakke investeringen evenwel niet beperkt gebleven tot de landen waar een vastgoedzeepbel was ontstaan. Bovendien werden ook andere sectoren dan de gezinnen getroffen. Verderop in dit artikel wordt gezocht naar eventuele verklaringen voor het tegenvallende verloop van de investeringen. In hoofdstuk 2 wordt de situatie op kortere termijn beschouwd; daarbij wordt gefocust op de bedrijfsinvesteringen. In hoofdstuk 3 worden enkele trends op langere termijn bekeken.

2. Verklarende factoren voor het recente verloop van de bedrijfsinvesteringen

In het eurogebied zijn sinds de financiële crisis ook de bedrijfsinvesteringen ondermaats gebleven. De bedrijfsinvesteringen zijn de grootste categorie investeringen; ze maken ongeveer 55% uit van de totale investeringen en zijn dus tevens een belangrijke component van de vraag. Bovendien zijn ze, meer dan de investeringen in woningen of de overheidsinvesteringen, van cruciaal belang voor het behoud en de uitbreiding van het groeipotentieel van een economie.

In de economische literatuur worden diverse factoren vermeld die de investeringsbeslissingen van de bedrijven kunnen beïnvloeden. Traditionele determinanten zijn vraag- en winst(verwachtingen) alsook de reële kapitaalkosten. Meer recent onderzoek⁽¹⁾ wijst op het belang van andere factoren zoals de financiële bedrijfssituatie (onder meer de schuldratio, de cashpositie), de toegang tot externe financieringsbronnen (onder meer de bancaire kredietvoorwaarden, de marktfinanciering) en de

onzekerheid. Zeker in de nasleep van de financiële crisis is het niet ondenkbeeldig dat verscheidene van deze factoren een extra verklaring kunnen bieden voor de zwakke investeringsdynamiek.

Aan de hand van een eenvoudig econometrisch model kan immers worden aangetoond dat, gelet op het verloop van het bbp, de bedrijfsinvesteringen geringer uitvallen dan wat zou mogen worden verwacht. Dat geldt zowel voor het eurogebied als geheel als voor de meeste landen afzonderlijk. Worden enkele van de hierboven vermelde determinanten toegevoegd aan het basismodel, dan wordt voor verschillende landen een beduidend grotere verklaring voor het futloos verloop van de investeringen bekomen.

Zwakke economische groei en het acceleratormodel

Volgens het meest eenvoudige investeringsmodel, het acceleratormodel, laten de bedrijven zich vooral leiden door hun verwachtingen ten aanzien van de vraag. Uit empirisch onderzoek is gebleken dat dit model het verloop van de bedrijfsinvesteringen doorgaans vrij goed verklaart⁽²⁾.

Een langdurige periode van geringe en zelfs negatieve economische groei – de diepe recessie die gepaard ging met de financiële crisis, de matige opleving in 2010-2011, de tweede inkrimping van het bbp als gevolg van de overheidsschuldencrisis en, vervolgens, een aarzelend herstel en flauwe vooruitzichten voor de komende jaren – maakte het voor de bedrijven minder noodzakelijk om hun productiecapaciteit uit te breiden.

De standaardspecificatie van het acceleratormodel is:

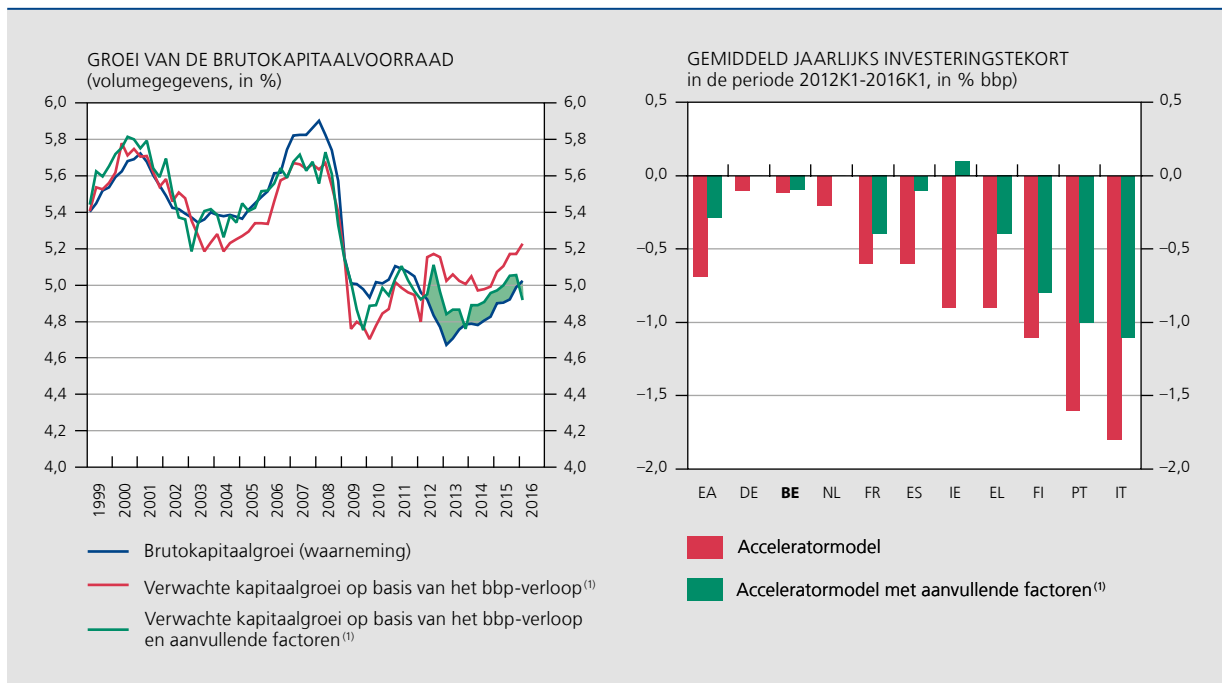
$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \frac{\alpha}{K_{t-1}} + \sum_{i=1}^N \beta_i \frac{\Delta Y_{t-i}}{K_{t-1}} + \delta + e_t$$

De onderliggende hypothese van dit model is dat veranderingen in de gewenste (netto)kapitaalvoorraad (K) evenredig zijn aan de wijzigingen in het bbp (Y). De gewenste kapitaalvoorraad – rekening houdend met de depreciatie (δ) ervan – bepaalt dan de dynamiek van de bruto-investeringen (I).

Dit model verklaart in grote lijnen het verloop van de investeringen sinds 1999. Het bevestigt het uitzonderlijke karakter van de investeringsboom in de aanloop naar de financiële crisis (2004-2008), alsook de budgettaire stimulus die onder meer via investeringen in

(1) Zie Barkbu *et al.* (2015), IMF (2015), IMF (2014b).

(2) Voor de bedrijfsinvesteringen zijn enkel nominale gegevens beschikbaar, geen volumegegevens. In de literatuur worden hiervoor verschillende proxy's gebruikt. Sommige researchers deflateren de nominale bedrijfsinvesteringen aan de hand van de totale investeringsdeflator. Anderen, zoals de EC (2013), werken met de reële niet-residentiële investeringen. Gelet op het geringe aandeel van de overheidsinvesteringen, omvatten die voornamelijk bedrijfsinvesteringen. In dit artikel wordt deze laatste benadering gevolgd.



Bron: NBB-berekeningen op basis van IMF (2015).

(1) De verwachte kapitaalgroei is het resultaat van een schatting van het zogeheten acceleratormodel, eventueel aangevuld met additionele factoren zoals de reële bankrente, de schuld-ratio, financiële beperkingen voor de productie en politieke onzekerheid.

infrastructuur tijdens de periode 2009-2010 de economische bedrijvigheid ondersteunde. Sinds 2012, het jaar waarin de overheidsschuldencrisis culmineerde, vallen de investeringen geringer uit dan wat op grond van de economische groei zou mogen worden verwacht. Die vaststelling geldt zowel voor het eurogebied als geheel als voor de meeste lidstaten afzonderlijk. In procenten bbp is het gemiddelde investeringstekort, op jaarbasis beschouwd, het grootst in Ierland, Griekenland, Finland, Portugal en Italië. In België, Duitsland en Nederland is dat tekort zeer klein.

Aangezien het verloop van het bbp het sinds 2012 opgetekende geringe investeringsvolume niet kan verklaren, wordt het acceleratormodel uitgebreid met andere mogelijke determinanten. In het eurogebied komen daar een aantal factoren voor in aanmerking⁽¹⁾.

Financieringsvoorwaarden

Om hun investeringsprojecten te realiseren, zijn bedrijven vaak aangewezen op externe financieringsbronnen.

(1) Om de illustraties overzichtelijk te houden, worden de landen ingedeeld in drie groepen, waarvan de landen op min of meer homogene wijze scoren voor de additionele factoren: de kernlanden van het eurogebied (Duitsland, Frankrijk, Nederland, België, Finland), de programmalanden (Griekenland, Ierland en Portugal) en een tussengroep met Italië en Spanje.

Doorgaans doen bedrijven in het eurogebied voornamelijk een beroep op bankleningen, veeleer dan op marktfinanciering via de uitgifte van schuldbewijzen of aandelen. Tot aan de financiële crisis was dat de externe financieringsstructuur van de niet-financiële bedrijven. De crisis, waardoor zowel de banken als de bedrijven zwaar werden getroffen, zorgde voor een forse inkrimping van de bancaire kredietstromen naar de bedrijven. Na een korte opleving volgde een nog sterkere teruggang tijdens de overheidsschuldencrisis. Het ziet ernaar uit dat de bancaire kredietverlening momenteel opnieuw enigszins aantrekt. De vermindering van de bankfinanciering tijdens de crisis werd deels gecompenseerd door een toegenomen uitgifte van schuldbewijzen waarvan de financieringskosten sterk waren teruggelopen door onder meer een search for yield vanwege beleggers.

Niettemin blijft de markt voor bedrijfsobligaties in het eurogebied veeleer beperkt qua omvang; enkel voor grote bedrijven biedt ze een volwaardig alternatief. Frankrijk, waar de bedrijven relatief groter zijn dan in vele andere landen van het eurogebied, is het enige land waar dit een stabiel financieringsinstrument lijkt te zijn en het Franse segment van de markt is goed voor ongeveer de helft van alle uitgiftes in het eurogebied. In Duitsland en Italië worden niet méér dan respectievelijk

10 % en 13 % van alle bedrijfsobligaties in het eurogebied uitgegeven.

De bancaire kredietverlening aan niet-financiële ondernemingen is sinds de crisis in alle landen van het eurogebied bedroevend laag gebleven, maar vooral in de lidstaten die het zwaarst door de financiële crisis werden getroffen en die in de periode ervoor bovendien vaak een forse kredietgroei hadden laten optekenen, zoals Ierland, Spanje en Portugal. Zowel aanbod- als vraagfactoren hebben een rol gespeeld in de vermindering van het kredietvolume. Aan de vraagzijde hadden de bedrijven hun investeringsplannen opgeborgen vanwege met name de economische situatie, waardoor ze minder behoefte hadden aan externe financiering. Aan de aanbodzijde werden de banken in het eurogebied in verschillende mate geconfronteerd met toenemende non-performing loans en afschrijvingen, liquiditeitsnoden en een daling van hun rentabiliteit. Ze dienden zich tevens aan te passen aan een nieuwe strengere regelgeving met onder meer zwaardere kapitaalvereisten. Het verwerken van die erfenis van de crisis in een zwakke, onzekere conjuncturele omgeving maakte de banken selectiever in het toekennen van nieuwe leningen. Dat gold des te meer voor de banken in de kwetsbare landen. Door de ernst van de recessie waren hun balansposities sterk verzwakt en waren de kredietrisico's toegenomen. Bovendien resulteerde de financiële crisis, vooral de overheidsschuldencrisis, in een fragmentatie van de financiële markten in het eurogebied waardoor de banken in die landen zelf moeilijkheden ondervonden om zich tegen redelijke voorwaarden te financieren. Als reactie daarop heeft het Eurosysteem via verscheidene niet-conventionele maatregelen getracht rechtstreeks te voorzien in de liquiditeitsbehoeften van de banken. Dat kon echter niet verhinderen dat in het eurogebied een divergerend kredietaanbod ontstond, met in de kwetsbare lidstaten hogere debetrentes op bankleningen en strengere kredietvoorwaarden die de investeringsdynamiek mogelijk hebben afgeremd.

Nochtans had een sterk expansieve monetairbeleidsvoering door het Eurosysteem sinds het uitbreken van de financiële crisis geresulteerd in historisch lage rentetarieven in het eurogebied, onder meer de rente op bancaire kredieten aan de bedrijven, althans in de kernlanden. Via search for yield-effecten zakte ook de rente op bedrijfsobligaties tot een bodemniveau en trokken de aandelenmarkten fors aan.

De reeds vermelde financiële fragmentatie, die sterker voelbaar werd vanaf 2010 toen de crisis een overheidsschuldencrisis was geworden en opeenvolgende landen

(Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje) een beroep moesten doen op financiële bijstand, zorgde echter via de negatieve wisselwerkingen tussen de financiële sector en de overheidssector ook voor een grotere heterogeniteit van de rentes die de banken in de verschillende lidstaten aan bedrijven aanrekenen. Verlagen van de basisrentes door het Eurosysteem in 2011 en 2012 werkten niet door in de bancaire debetrentetarieven, wat erop wees dat de monetaire transmissiekanalen slecht functioneerden. Vanaf medio 2012 begonnen die rentetarieven echter opnieuw meer te convergeren nadat de president van de ECB ingrijpende maatregelen had aangekondigd. Die maatregelen kregen in de herfst van 2012 concreet gestalte met de goedkeuring, door de Raad van Bestuur van de ECB, van het OMT-programma (outright monetaire transacties). Een tweede beweging naar meer convergentie werd ingezet vanaf 2014 via een aantal supplementaire niet-conventionele maatregelen van het Eurosysteem die culmineerden met de aankondiging en de implementatie, begin 2015, van het uitgebreid programma voor de aankoop van activa (Expanded Asset Purchase Program of APP).

Toch blijven de verschillen tussen de landen groot, wat uiteraard ook te maken heeft met de uiteenlopende kredietrisico's in de verschillende landen en de solvency van hun banken. Bovendien heeft de daling van de inflatie en de inflatieverwachtingen sinds 2013 geleid tot een stijging van de reële rente⁽¹⁾.

Bedrijven kunnen ten aanzien van hun investeringsplannen niet alleen worden afgeschrikt door een hogere rente, ze kunnen zich ook beknot weten in hun financieringsmogelijkheden, bijvoorbeeld doordat banken aan hun kredietverlening strengere voorwaarden verbinden. Zo blijkt uit de resultaten van de Bank Lending Survey van de ECB dat, onmiddellijk na het uitbreken van de financiële crisis en op het hoogtepunt van de overheidsschuldencrisis, ook de aanscherping van de kredietvoorwaarden een belangrijke rem zette op de financiering van niet-financiële ondernemingen via bankleningen, vooral in de programmalanden. Inmiddels wordt in vrijwel alle landen een nettoversoepeling opgetekend.

Meer nog dan de opinie van de banken is vooral relevant hoe de bedrijven zelf hun financieringsmogelijkheden percipiëren. In haar bedrijfsenquête naar het ondernemersvertrouwen peilt de EC op kwartaalbasis ook de factoren die de productie belemmeren. Hoewel bedrijven

(1) De reële rentes worden normaliter berekend op basis van de inflatieverwachtingen, die stabiel zijn gebleven dan de inflatiecijfers. Inflatieverwachtingen zijn echter alleen beschikbaar voor het eurogebied en voor enkele grotere lidstaten.

in het gehele eurogebied recentelijk minder gewag hebben gemaakt van financiële restricties, blijven er tussen de landen duidelijke verschillen bestaan, waarbij vooral bedrijven in de programmalanden financiering als een probleem blijven aangeven. Er zij ook opgemerkt dat, zelfs in de kernlanden, die statistiek zich nog niet heeft hersteld op zijn niveau van vóór de crisis. Een alternatieve indicator kan worden afgeleid uit de halfjaarlijkse SAFE-enquête die gezamenlijk wordt georganiseerd door de ECB en de EC. De resultaten tonen dat, in tegenstelling tot grote ondernemingen, kmo's in de programmalanden gewag blijven maken van een financieringstekort. Meer dan grote bedrijven zijn kmo's aangewezen op een banksector, die zich op zijn beurt in een precaire situatie bevindt. Bovendien ligt het aandeel van de kmo's – zowel inzake werkgelegenheid als inzake toegevoegde waarde – in Griekenland en Portugal, maar ook in Italië en Spanje, jammer genoeg ver boven het gemiddelde van het eurogebied. Dat maakt de financieringsproblematiek in deze landen des te prangender.

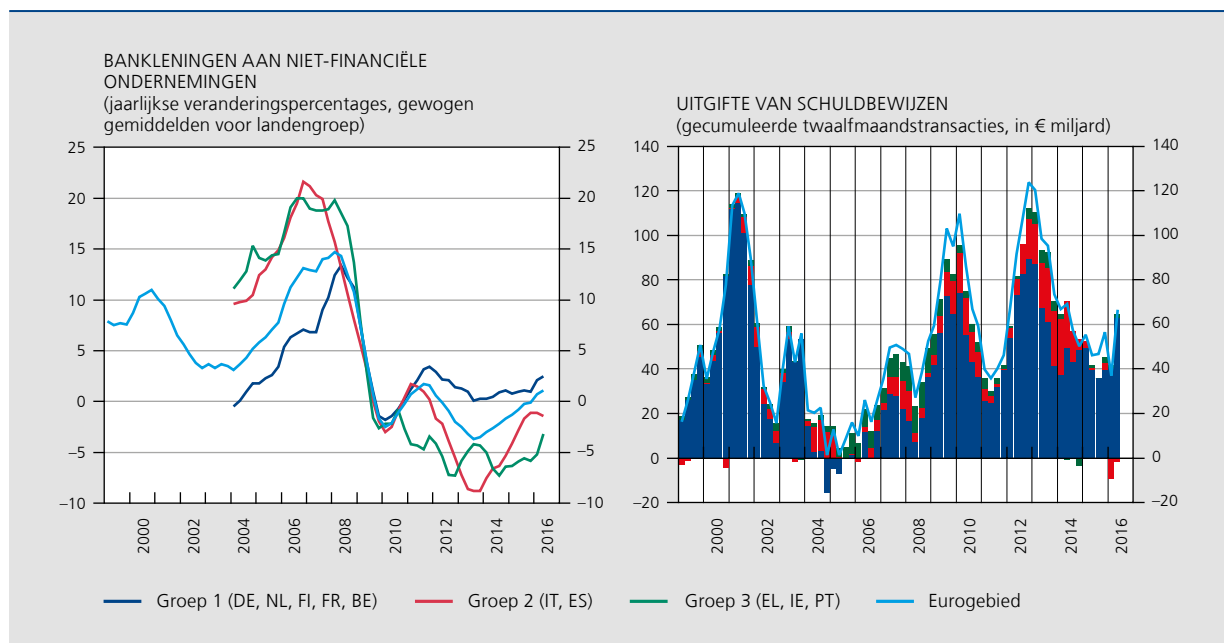
Bij de bedrijven georganiseerde enquêtes bevestigen blijkbaar in grote lijnen de resultaten van de Bank Lending Survey, in de zin dat er de laatste jaren sprake is van een tendens naar minder strikte kredietvoorwaarden en een vlottere toegang tot financiering. Toch lijken de banken de situatie doorgaans ietwat optimistischer in te schatten dan de ondernemingen, en vooral dan de kmo's in de kwetsbare landen.

Deleveraging

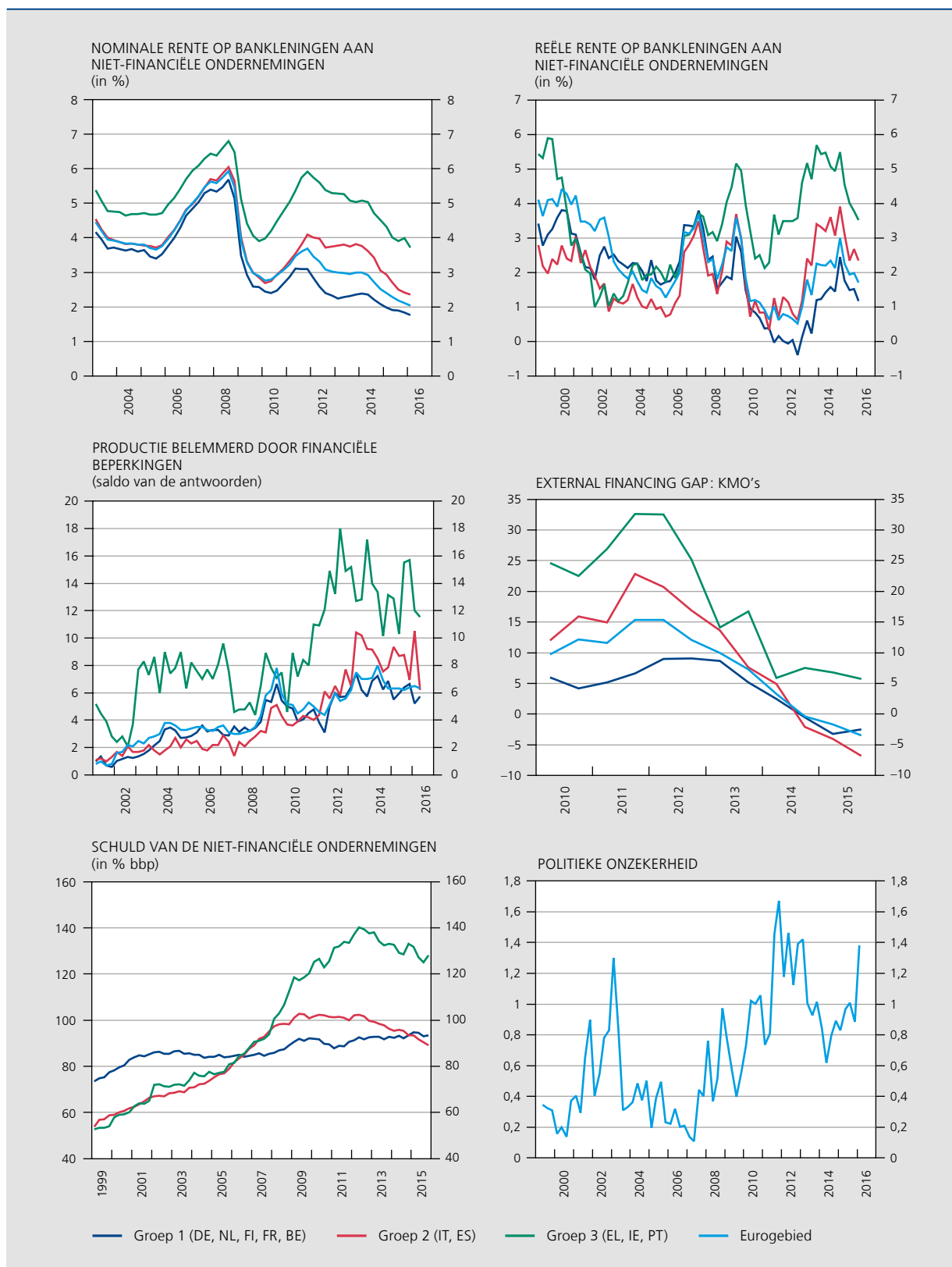
Tijdens de jaren vóór de financiële crisis was er een snelle kredietexpansie, die bij de niet-financiële ondernemingen in het eurogebied tot een sterk oplopende schuldgraad leidde. Die schulddynamiek werd gestimuleerd door gunstige groeiverwachtingen, een geringe risicoperceptie en soepele kredietvoorwaarden. De kredietverlening zorgde op haar beurt voor een relatief snelle economische groei, stijgende activaprijzen en een algemeen sentiment van optimisme. Daardoor ontstond er een zichzelf in de hand werkende interactie tussen de kredietexpansie en de (inschatting van de) economische toestand. Die wisselwerking mondde uit in hoge schuldposities die, zoals de financiële crisis heeft aangetoond, de bedrijven erg kwetsbaar maakten voor schokken. De crisis ging immers gepaard met een ommekeer in het markt sentiment, een opwaartse herwaardering van risico's, een daling van de activaprijzen en een diepe recessie, evenzeveel factoren die een impact hadden op de verwachte inkomensstromen, op de afbetalingscapaciteit en op de kredietwaardigheid van bedrijven.

Ondernemingen kunnen vanuit verschillende hoeken onder druk komen om hun schuldposities af te bouwen. Ze kunnen er enerzijds zelf toe besluiten hun balansen te saneren teneinde zich beter te wapenen tegen (supplementaire) schokken. Tegen de achtergrond van de economische recessie en het matig

GRAFIEK 5 DALING BANKLENINGEN AAN BEDRIJVEN VERSUS TOEGENOMEN UITGIFTE VAN SCHULDBEWIJZEN



Bron: ECB.



Bronnen: EC, ECB, OESO, Thomson Reuters Datastream, eigen berekeningen van de NBB.

herstel is het bovendien niet uitgesloten dat bedrijven hun investeringsplannen hebben opgeborgen zodat ze de bijbehorende kredieten niet onmiddellijk nodig hebben. Anderzijds kan deleveraging ook aanbodgedreven zijn wanneer banken bij hun kredietverlening een grotere selectiviteit aan de dag leggen. Vooral bij kleinere ondernemingen die moeilijker toegang hebben tot alternatieve financieringsbronnen, kan dat kanaal van deleveraging significant zijn. Ongeacht de motieven die in een specifieke bedrijfssituatie een rol spelen, kan deleveraging een stevige rem zetten op de bedrijfsinvesteringen.

Na de crisis zette in de meeste landen het proces van schuldafbouw in, zoals blijkt uit de daling van de schuldratio's van de niet-financiële ondernemingen ten opzichte van hun piekniveaus. De vermindering van de schuldgraad blijft vooralsnog echter veeleer beperkt en is slechts een fractie van de toename van vóór de crisis. Dat kan worden verklaard door de povere economische groei van de afgelopen jaren. Actieve inspanningen inzake deleveraging via negatieve kredietstromen (zowel vraag als aanbodgedreven) die zorgden voor een vermindering van de uitstaande nominale schuld, werden immers deels tenietgedaan door de inkrimping van de economische bedrijvigheid en de lage inflatiecijfers. In Griekenland compenseerde de daling van het nominaal bbp vrijwel integraal de impact van de actieve schuldafbouw.

Gelet op de huidige schuld niveaus zal de deleveraging bij de niet-financiële ondernemingen zich wellicht voortzetten. Dat is ook nodig om de schuldratio's tot houdbaarder niveaus te reduceren. Houdbaarheid is echter een complex concept waarover geen consensus bestaat qua definitie of geschikte maatstaf. Diverse onderzoekers opteren daarom voor een multidimensionale aanpak. In tal van benaderingen spelen tevens landspecifieke factoren, wat leidt tot een benchmark per land. Uit recente schattingen van de EC die gebaseerd zijn op de methode van Bricongne *et al.* (2016)⁽¹⁾ blijkt dat er eind 2014 nog extra deleveraging van de niet-financiële ondernemingen nodig was, vooral in Ierland, Portugal en Griekenland en, in mindere mate, in Spanje⁽²⁾⁽³⁾.

Onzekerheid

Ook onzekerheid wordt vaak genoemd als een afdoende verklaring voor de zwakke investeringsdynamiek in het eurogebied. Uit onderzoek⁽⁴⁾ blijkt immers dat bedrijven die geconfronteerd worden met een onzekere omgeving hun investeringsbeslissingen uitstellen tot er meer informatie beschikbaar komt. Een dergelijk gedrag zou toe te schrijven zijn aan een specifiek kenmerk van

investerings, namelijk hun onomkeerbaarheid. Het is meestal zeer moeilijk en duur om een gedane investering te ontmantelen en de resterende marktwaarde is vaak slechts een fractie van de oorspronkelijke kosten. Daarnaast beïnvloedt onzekerheid ook de houding van de kredietverleners die in hun debetrentes een hogere risicopremie zullen aanrekenen en strengere voorwaarden zullen stellen.

Onzekerheid is moeilijk kwantificeerbaar en het is onduidelijk door welke maatstaf het verloop van de bedrijfsinvesteringen het best kan worden verklaard. De recente literatuur betreft in de analyse meestal een indicator die representatief is voor de politieke onzekerheid. De huidige onderzoekspraktijk hanteert daartoe de Economic Policy Uncertainty Index die op basis van nieuwsberichten samengesteld wordt door Baker *et al.* (2013). Sinds het begin van de financiële crisis is die indicator fors gestegen met, in het eurogebied, een duidelijke piek tijdens de overheidsschuldencrisis. De politieke onzekerheid is de laatste jaren sterk afgenomen, maar ze blijft groter dan vóór de crisis. Bovendien kunnen tijdelijke nieuwe spanningen zoals die van begin 2016 niet worden uitgesloten.

Het uitgebreid acceleratormodel

Worden enkele van de hierboven vermelde factoren, namelijk de reële bancaire debetrente, de schuldratio van de bedrijven, de indicator voor financiële beperkingen die de productie drukken en de politieke onzekerheidsindex, toevoegd aan de standaardspecificatie, dan blijkt het uitgebreid acceleratormodel het recente verloop van de investeringsratio vrij goed te kunnen verklaren. De verbetering ter zake is vooral duidelijk in de perifere landen, en zelfs spectaculair in Spanje en Ierland. Onzekerheid, financiële beperkingen, omvang van de schuld en reële rente hebben dus een zware impact gehad op de investeringsdynamiek in die landen. Andere studies leveren analoge resultaten op⁽⁵⁾. Voor zover die factoren de investeringen nog steeds afremmen, lijkt er een rol te zijn weggelegd voor het beleid. Niettemin blijft het recente verloop van de ratio van de bedrijfsinvesteringen voor een deel onverklaard in Italië, Finland, Portugal en Griekenland.

(1) De benchmark van 'duurzame' schuld is geraamd op basis van vorige periodes van deleveraging. Zie ook EC (2014).

(2) In Ierland, Portugal en Griekenland wordt de behoefte geraamd tussen 10 % en 20 %; in Spanje op minder dan 10 %.

(3) Vermits in Ierland de toename van de schuldratio van de bedrijven grotendeels kan worden verklaard door grensoverschrijdende (intra-groep) leningen, nuanceert de EC de verdere behoefte aan deleveraging in dat land.

(4) Zie onder meer Dixit en Pindyck (1994); Carruth *et al.* (2000).

(5) Zie onder meer Barkbu *et al.* (2015).

3. Seculaire trends in de investeringen

De analyse hierboven focust op factoren die het verloop van de investeringen op korte termijn mede kunnen verklaren. De afgelopen decennia hebben in de (wereld)economie bovendien enkele structurele ontwikkelingen plaatsgehad die aanleiding hebben kunnen geven tot meer seculaire trends in de investeringen. Daarbij kan worden verwezen naar de overgang op een dienstenmaatschappij, de mondialisering en de daarmee gepaard gaande offshoring van activiteiten naar de opkomende landen, de kortere economische levensduur van investeringsgoederen alsook demografische ontwikkelingen. In dit hoofdstuk wordt aandacht besteed aan die ontwikkelingen en alsook aan de impact die ze hebben op de investeringen.

De overgang op een dienstenmaatschappij

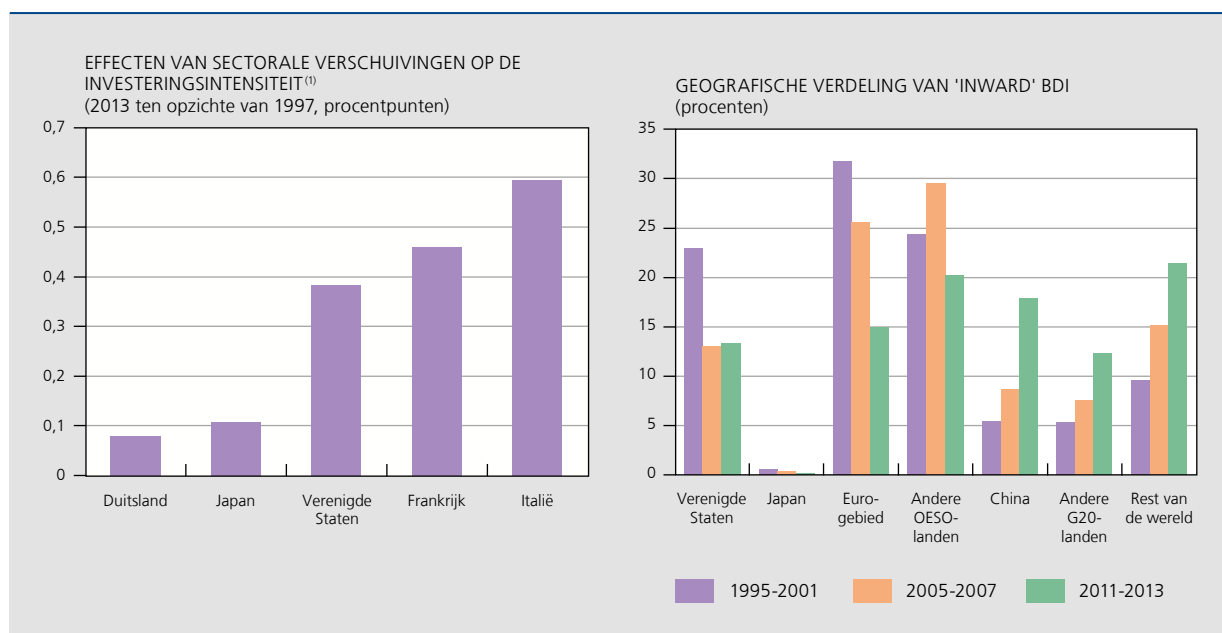
Een daling van de investeringsratio wordt soms in verband gebracht met de relatieve inkrimping van de industriële sector ten voordele van een groeiende, minder kapitaalintensieve dienstensector. Die hypothese valt vaak moeilijk te toetsen doordat naar bedrijfstak uitgesplitste gegevens over de kapitaalvoorraad slechts voor weinig landen beschikbaar zijn. In Duitsland bijvoorbeeld – een land waarvoor die gegevens wél voorhanden zijn-, lijkt over de laatste twee decennia evenwel niet echt sprake te zijn van ingrijpende

verschuivingen wat de grote categorieën van sectoren betreft. Het aandeel van de diensten in de totale toegevoegde waarde is niet vergroot ten koste van de verwerkende nijverheid. Bovendien blijven de verschillen in kapitaalintensiteit, gemiddeld beschouwd over de sectoren, beperkt en is het aandeel van de nutsbedrijven en de energiesector, namelijk de zeer kapitaalintensieve industriële bedrijfstakken, in de totale economie nog licht toegenomen.

De OESO⁽¹⁾ hanteert in haar analyse het aanverwante concept van de 'investeringsintensiteit', dat is de verhouding van de investeringen tot de toegevoegde waarde per bedrijfstak. Voor een groep van landen stelt de Organisatie vast dat de investeringsintensiteit van de dienstensector inderdaad beduidend lager uitvalt dan die van de industriële bedrijfstakken inclusief mijnbouw, energie en nutsbedrijven. Bovendien is in een aantal OESO-landen het aandeel van die minder investeringsintensieve diensten in de totale toegevoegde waarde toegenomen. Dat bleek evenwel niet voldoende te zijn om een duidelijke impact te hebben: de vergelijking voor het jaar 2013 van de werkelijke investeringsintensiteit met de raming ervan op basis van een onveranderde sectorale samenstelling ten opzichte van 1997, sorteert gemiddeld beschouwd slechts een beperkt effect, al komt het in Italië en in Frankrijk wel op ongeveer 0,5 procentpunt uit.

(1) OECD (2015).

GRAFIEK 7 SECULAIRE TRENDS



Bron: OESO.

(1) Nominale investeringen in verhouding tot de nominale bruto toegevoegde waarde

Mondialisering, global value chains en offshoring

De mondiale investeringsstromen zijn mettertijd drastisch gewijzigd. Vaak wordt aangenomen dat de binnenlandse investeringsactiviteit in de geavanceerde economieën zich deels heeft verplaatst naar andere delen van de wereld als gevolg van de ontplooiing van mondiale productieketens (global value chains) en de offshoring van productie-eenheden. Volgens empirisch onderzoek staat het echter niet vast dat investeringen in het buitenland de binnenlandse investeringsactiviteit vervangen (substitutie) dan wel aanvullen (complementariteit).

De thematiek is complex en tot dusver blijven de conclusies betreffende de impact op de geavanceerde economieën onduidelijk. Oorzaak daarvan zijn de statistieken ter zake die empirisch werk bemoeilijken. Een veel gebruikte maatstaf zijn de stromen buitenlandse directe investeringen (BDI), maar die omvatten behalve de aanschaf van kapitaalgoederen ook financiële stromen, onder meer 'mergers' en 'acquisitions'. Er wordt tevens gebruik gemaakt van gegevens over de investeringen door multinationale ondernemingen (inclusief hun filialen), maar die zijn slechts voor enkele landen beschikbaar.

Een eerste indicatie over de veranderende stromen is afkomstig van de binnenkomende BDI. Daaruit blijkt dat het aandeel van OESO-landen de laatste twee decennia sterk is verkleind, onder meer in het eurogebied na de crisis, ten voordele van de opkomende economieën, vooral China. Dat heeft mogelijk mede een neerwaartse invloed gehad op de binnenlandse investeringsactiviteit in de geavanceerde landen. Tegelijkertijd stelt de OESO vast dat de investeringsactiviteit van buitenlandse filialen van multinationale ondernemingen na de crisis in tal van OESO-landen, ook in het eurogebied, gestegen is in verhouding tot het bbp.

In de veronderstelling dat gegevens over de investeringen door buitenlandse filialen van multinationale ondernemingen uit de Verenigde Staten en Japan daarvoor een graadmeter kunnen zijn, blijkt dat 'outward investment' uit de geavanceerde economieën door de jaren heen toegenomen is. Dergelijke investeringen maken een toenemend aandeel uit van de totale groepsinvesteringen. Aangenomen wordt dat de herlokalisering van activiteiten door multinationale ondernemingen die veeleer horizontaal geïntegreerd zijn, waarbij verschillende vestigingen dus dezelfde producten afleveren, zal resulteren in substitutie-effecten, met tot gevolg een negatieve impact op de economische bedrijvigheid van het land van oorsprong. Indien het gaat over zogenoemde 'verticale' multinationals, die in de context van global value chains de bedoeling hebben om via investeringen in het buitenland het productieproces uit te

splitsen, dan kunnen voor het land van oorsprong echter complementaire activiteiten ontstaan, bijvoorbeeld via het toeleveren van intermediaire inputs. Er wordt dan relatief meer in het buitenland geïnvesteerd, maar dat impliceert nog niet automatisch een daling van het absolute niveau van de investeringen in het thuisland. A priori valt dan moeilijk uit te maken wat het totaaleffect zal zijn. De resultaten van landspecifieke empirische studies zijn gemengd: terwijl voor de Amerikaanse economie in bepaalde gevallen wel positieve effecten op de binnenlandse economie worden vastgesteld, zouden die effecten voor Duitsland negatief zijn⁽¹⁾.

Een snellere afschrijving van investeringsgoederen

Voorts wijst de OESO erop dat de gemiddelde afschrijvingspercentages toegenomen zijn als gevolg van een groter aandeel van de investeringen met een kortere economische levensduur, zoals ICT en immateriële investeringstypes. Bijgevolg zouden de investeringen zelfs boven de historische referentieniveaus moeten uitkomen om te vermijden dat de netto-investeringen en de nettokapitaalvoorraad teruglopen.

Demografische trends

Gelet op de demografische vooruitzichten mag er worden van uitgegaan dat de vergrijzing van de bevolking in Europa in de toekomst een sterk negatieve impact zal hebben op het arbeidsaanbod; in bepaalde landen, zoals Duitsland, is dat proces reeds op gang gekomen. Daardoor slinkt het groeipotentieel en zouden er minder investeringen nodig zijn (zie verderop). Het is echter evenzeer waar dat kapitaal en arbeid nooit volledig complementair zijn, zodat kan worden ingezet op meer kapitaalintensieve productiewijzen en meer investeringen. Om de demografische effecten op de groei te compenseren moet bovendien in eerste instantie werk worden gemaakt van een verhoging van de activiteitsgraad, onder meer door langer te werken en, om het potentieel van de beroepsbevolking beter te benutten, de structurele werkloosheid terug te dringen die na de crisis in een aantal landen toegenomen is als gevolg van hysteresiseffecten. Er moet ook bijzondere aandacht worden verleend aan het reduceren van de jeugdwerkloosheid. Werkloosheid in de eerste stadia van de beroepsloopbaan heeft immers tot gevolg dat het 'human capital' van die cohorten snel veroudert of onderontwikkeld blijft, zodat productief potentieel verloren gaat.

(1) Zie Braunerhjelm *et al.* (2004); Herzer (2008); Herzer en Schrooten (2008).

Wisselwerking tussen groei en investeringen

Er is een sterke wisselwerking tussen de economische groei en de investeringen. Enerzijds zullen bij een hogere groei meer investeringen noodzakelijk zijn om de kapitaalvoorraad en, derhalve, de kapitaalintensiteit van de groei op peil te houden. Anderzijds blijft een langdurig ondermaatse investeringsratio niet zonder nadelige gevolgen voor de potentiële groei. Investeringsresultaten immers rechtstreeks in de opbouw van de kapitaalvoorraad en indirect in de daarin vervatte technologische vooruitgang⁽¹⁾. Op lange termijn ontstaat er aldus een zogenoemd 'steady state'-evenwicht tussen groei en investeringen. Tal van geavanceerde economieën zijn blijkbaar vastgereden in een ongunstige toestand waarbij een geringe groei en een lage investeringsratio elkaar in evenwicht houden⁽²⁾. De vraag rijst bijgevolg in welke mate de investeringen een hefboom kunnen zijn om dat 'slecht' evenwicht te doorbreken. Sommige waarnemers⁽³⁾ menen echter dat de potentiële groei, in het bijzonder in het eurogebied, een dalende trend volgt die kan worden verklaard door een combinatie van tragere productiviteitsgroei en demografische ontwikkelingen. Daaruit zou een permanent lagere evenwichtsratio van de investeringen in verhouding tot het bbp voortvloeien. Extra investeringen zouden de vraag slechts tijdelijk stimuleren en alleen maar resulteren in overcapaciteit; als gevolg van een te geringe rentabiliteit zouden die investeringen later opnieuw moeten worden teruggeschroefd. Investeringsresultaten kunnen inderdaad alleen maar een hefboom zijn om de huidige impasse van trage groei en ondermaatse investeringen te doorbreken als het om zeer doelgerichte investeringen gaat, die voldoende productief en rendabel zijn. Er moet worden gemikt op investeringen met een sterk groeibevorderend potentieel via met name de aanwending van nieuwe technologieën. Daarbij wordt het vaakst melding gemaakt van investeringen in R&D en ICT.

4. Beleidsinitiatieven

In hoofdstuk 2 werd aangetoond dat, hoewel het bbp een belangrijke determinant blijft van het cyclische

investeringsverloop, een aantal andere factoren de zwakke investeringsdynamiek sedert 2012 mede verklaren: het gaat met name om onzekerheid, de schuldafbouw, divergerende bancaire rentes en financieringsbeperkingen voor kmo's. Onzekerheid is typisch een factor die van heel wat omstandigheden afhankelijk is en vaak gedreven wordt door mondiale gebeurtenissen waar Europese beleidsmakers geen vat op hebben. Er moet hoe dan ook worden vermeden dat het beleid zelf een bron van onzekerheid wordt. Een andere factor, de schuldafbouw, vordert geleidelijk en moet zijn beloop krijgen. Gezien de ernst van de problematiek, blijft er echter een belangrijke rol voor het beleid weggelegd. Vanwege de ruime waaier van remmende factoren is een omvangrijk pakket beleidsmaatregelen vereist om de zwakke investeringsdynamiek in het eurogebied aan te pakken.

In eerste instantie zal het monetair beleid de vlotte werking van de kanalen voor monetaire transmissie moeten blijven ondersteunen (het doorwerken van de basisrentetarieven naar de bancaire rentes) en aldus de fragmentatie van de bankrentes verder trachten te verminderen. Via de stabilisering van de inflatieverwachtingen beoogt het monetair beleid tevens de reële rente onder controle te houden. Inzake het bancaire krediet is het de taak van het prudentieel beleid te waken over de balansposities van de banken en aldus indirect een divergerend kredietaanbod in het eurogebied tegen te gaan. Indien nodig moeten non-performing loans gepast worden afgeschreven en moet de kapitaalbasis van de banken worden versterkt.

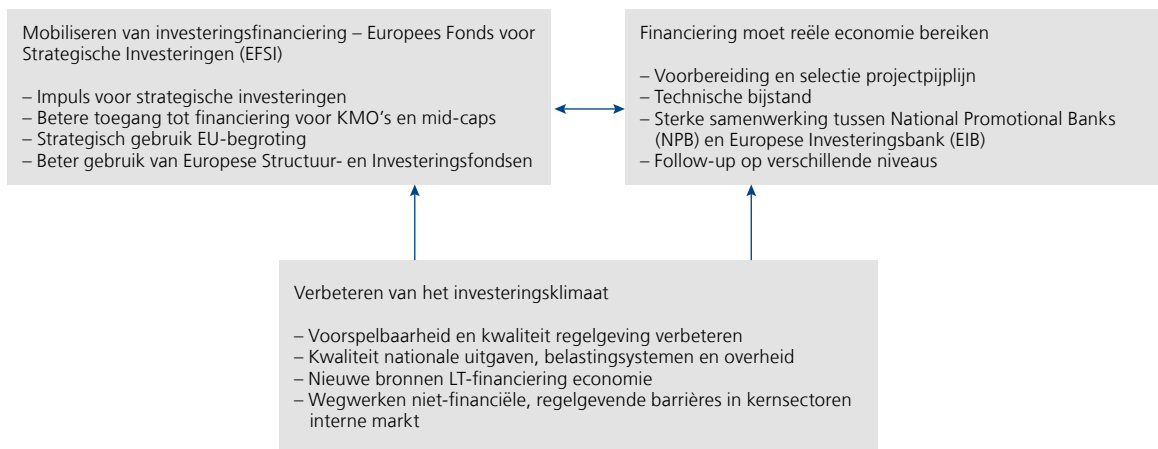
Het Junckerplan voor de investeringen in Europa

De zware impact op het investeringsverloop van factoren zoals onzekerheid of financieringsproblemen van de kmo's wijst evenwel op de behoefte aan specifieke maatregelen die deze handicaps kunnen helpen wegwerken. Er was ook nood aan een initiatief dat kon dienen als katalysator om het ongunstige evenwicht te doorbreken dat was ontstaan tussen de trage economische groei en de ondermaatse investeringen. Het 'Investment Plan for Europe', dat in november 2014 door voorzitter Jean-Claude Juncker van de EC werd voorgesteld, lijkt enigszins in die behoeften te voorzien. Het Junckerplan beoogt immers precies de impact van de onzekerheid af te zwakken en het algemeen investeringsklimaat te verbeteren. Kmo's en 'mid-cap'-bedrijven zijn een specifieke doelgroep. Het Plan is in het bijzonder gericht op investeringen met een té hoog risicoprofiel (hoger zelfs dan het gebruikelijke risicoprofiel dat de Europese Investeringsbank (EIB) voor haar kredieten hanteert) om door de private sector alleen te worden gefinancierd. In dezelfde context heeft de EC

(1) Zo zou, volgens ramingen van de EC (Buti, 2014), een daling van de investeringsratio met 5 procentpunt op termijn leiden tot een vermindering van de potentiële groei met ongeveer een 0,5 %.

(2) In dit verband berekende de OESO (Lewis *et al.* (2014)) de afwijking tussen het huidige investeringspeil en een referentieniveau dat overeenkomt met de raming van een 'steady state' evenwicht van de investering/bbp-ratio gegeven een afschrijvingstempo, een constante kapitaal/output-ratio en een groeitempo van de economie. De OESO hanteert daarbij langetermijnavooruitzichten voor de bbp-groei waarbij, voor de OESO-regio als geheel, de Verenigde Staten en het eurogebied, een terugkeer naar de potentiële groeitempo's van vóór de crisis wordt verondersteld. Vastgesteld wordt dat de huidige investeringsniveaus aanzienlijk lager liggen dan die referentieniveaus, waarbij het tekort in een derde van de landen meer dan 2,5 procentpunt van het bbp bedraagt.

(3) Gros (2014).



Bron: EC.

ook het initiatief inzake de kapitaalmarktunie (Capital Markets Union – CMU) gelanceerd dat onder meer ook bedoeld is om de financiering van kmo's te vergemakkelijken. Hierna worden de voornaamste kenmerken van het Plan onderzocht, alsook de eerste tastbare resultaten, een jaar na de invoering ervan. Ten slotte komt het initiatief van de kapitaalmarktunie aan bod.

Structuur en werking van het Investment Plan for Europe

Het Investment Plan for Europe berust op drie pijlers die elkaar versterken.

Het mobiliseren van supplementaire investeringsfinanciering

De eerste pijler bestaat uit het mobiliseren van financiële middelen ten behoeve van supplementaire investeringen. Daartoe werd in juli 2015 het European Fund for Strategic Investment (EFSI) opgericht⁽¹⁾. Het EFSI werd opgezet als een speciaal beheerfonds binnen de EIB. Het Fonds is voornamelijk opgericht om de capaciteit inzake risicodragende financiering te verbeteren. Zelf financiert het geen projecten, maar het verstrekt wel waarborgen voor projectfinanciering door de EIB en door het Europees Investeringsfonds (EIF), een onderdeel van de EIB-groep. Krachtens het Plan wordt een – in vergelijking met de bestaande Europese financieringsstructuren – totaal nieuw mechanisme

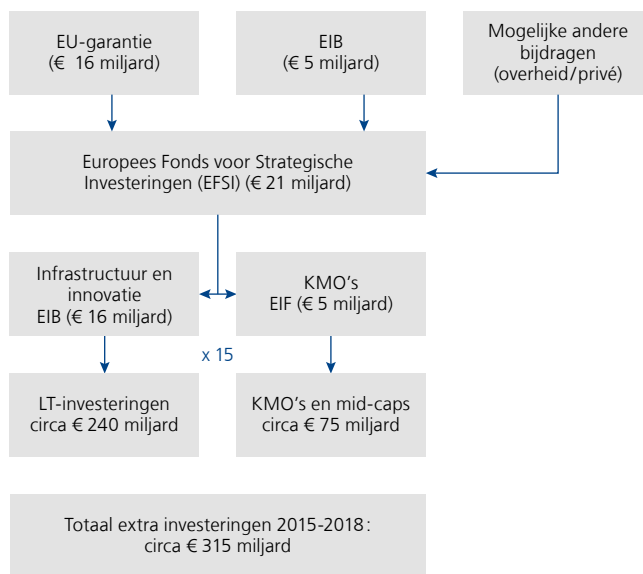
ingevoerd, dat gebaseerd is op het verstrekken van garanties veeleer dan op de rechtstreekse toekenning van subsidies: er kunnen bestaande financieringsbronnen worden gemobiliseerd, zonder de overheidsfinanciën van de lidstaten te belasten.

Het is de bedoeling om over een periode van drie jaar (d.w.z. tot medio 2018) een bedrag van ten minste € 315 miljard aan overheids- en vooral private investeringen te genereren. Voor de opstart van het EFSI werd in de EU-begroting een waarborg van € 16 miljard gecreëerd. De EIB van haar kant draagt € 5 miljard bij. Het EFSI start dus met een aanzienlijk beginkapitaal van € 21 miljard. Dit bedrag kan worden aangevuld met bijdragen van particuliere beleggers of lidstaten, rechtstreeks of via de National Promotional Banks of soortgelijke instellingen. De EC gaat ervan uit dat per euro dat het EFSI aan waarborgen verstrekt, voor € 15 kan worden geïnvesteerd in de reële economie. Dankzij de € 21 miljard aan waarborgen zou dus potentieel voor € 315 miljard kunnen worden geïnvesteerd⁽²⁾.

Het fonds complementeert en versterkt bestaande initiatieven ter ondersteuning van de investeringen zoals de Europese Structuur- en Investeringsfondsen en de courante financiering van projecten door de EIB. Het EFSI beoogt het ondersteunen van projecten met een hoge maatschappelijke en economische waarde.

(1) EC (2015a) en EC (2015b).

(2) Het multiplicatoreffect van 1:15 is volgens de EC een conservatief gemiddelde, gebaseerd op eerdere ervaringen met EU-programma's en op ervaringen van de EIB.



Bronnen: EC, EIB.

De geraamde extra investeringsmiddelen van € 315 miljard zullen in twee delen worden opgesplitst. Enerzijds wordt voorzien in risicosteen voor langetermijninvesteringen zoals Europees belangrijke strategische investeringen in infrastructuur, met name breedband- en energienetwerken, alsook in vervoersinfrastructuur, onderwijs, onderzoek en innovatie, en in hernieuwbare energie en energie-efficiëntie. Daarvoor zal driekwart van de middelen (€ 240 miljard) worden gereserveerd. De rest van de middelen (€ 75 miljard) wordt voorbehouden om in Europa de toegang te verruimen tot risicofinanciering voor kmo's (tot en met 250 werknemers) en midcap-ondernemingen (tot en met 3000 werknemers). Voor de operationele uitvoering daarvan wordt een beroep gedaan op het EIF.

Ten slotte moet worden gepreciseerd dat de € 315 miljard 'extra' investeringen een aanvulling zijn van de reeds bestaande. De criteria voor het in aanmerking nemen van de projecten maken het mogelijk ervoor te zorgen dat de middelen wel degelijk uitgetrokken worden voor nieuwe, meer risicovolle projecten bestemd voor de in het plan bedoelde sectoren en ondernemingen. Het principe van 'additionaliteit' is hier een sleutelement: de inachtneming ervan garandeert dat de steun van het EFSI suboptimale situaties verhelpt, waarin soortgelijke projecten niet kunnen worden verwezenlijkt.

Initiatieven die ervoor zorgen dat de supplementaire financieringsmiddelen de reële economie bereiken

De tweede pijler van het investeringsplan bestaat uit gerichte initiatieven die er moeten voor zorgen dat de supplementaire, door het EFSI gegenereerde investeringsmiddelen voorzien in de behoeften van de reële economie, wat betekent dat financiering wordt gevonden voor levensvatbare projecten met een duidelijke toegevoegde waarde voor de Europese economie.

Concreet wordt daartoe in eerste instantie, binnen de EIB, een Europees investeringsadviescentrum (European Investment Advisory Hub) opgezet teneinde op alle projectontwikkelingsniveaus expertise en technische bijstand te bieden. Er wordt een centraal loket opgericht voor alle vragen in verband met technische bijstand vanwege projectuitvoerders, investeerders en overheden. Het adviescentrum zal richtsnoeren geven inzake het meest geschikte advies voor een bepaald project.

Daarnaast zal het European Investment Project Portal, dat in juni 2016 operationeel werd, investeerders helpen bij het vinden van potentieel levensvatbare projecten. Dat portaal wordt beheerd door de EC en het bevat een lijst van projecten die de EU-doelstellingen ondersteunen en die binnen drie jaar van start zouden moeten gaan, al dan niet met EFSI-financiering.

Maatregelen voor een beter investeringsklimaat

De derde pijler bestaat uit maatregelen ten behoeve van een betere voorspelbaarheid van de regelgeving, het wegnemen van de obstakels voor investeringen en een versterking van de eengemaakte markt door optimale randvoorwaarden voor investeringen te creëren.

Het regelgevingskader moet op zowel nationaal als Europees niveau eenvoudig, duidelijk, voorspelbaar en stabiel zijn, teneinde investeringen op langere termijn aan te moedigen. Het oogmerk is niet deregulering, wel een betere regelgeving. Dit betekent dat die regelgeving moet gericht zijn op het ruimen van obstakels die de groei in de weg staan, op het minimaliseren van de kosten en op het waarborgen van de duurzaamheid op maatschappelijk en milieugebied.

Een andere belangrijke maatregel is dat er nieuwe bronnen komen voor het op lange termijn financieren van de investeringen, inclusief stappen in de richting van een kapitaalmarktunie (CMU). Op termijn zal die unie bijdragen tot een grotere verscheidenheid aan financieringsmogelijkheden doordat de financiering door de banken zal worden aangevuld met diepere kapitaalmarkten. De kapitaalmarktunie is dan ook een belangrijk onderdeel van het investeringsplan op middellange en lange termijn (zie hierna voor nadere details).

Ten slotte is het zaak dat de obstakels voor investeringen op de gemeenschappelijke markt worden weggenomen. Het gaat meer bepaald om hervormingen op de volgende gebieden: energie en vervoer, vervoersinfrastructuur en -systemen, de digitale markt, diensten- en productenmarkten, onderzoek en innovatie en buitenlandse investeringsstromen.

Een eerste evaluatie van het plan

Volgens de gegevens van juli 2016 werd € 20,4 miljard goedgekeurd voor EFSI-projecten, goed voor 289 operaties. Het met de EIB verbonden aspect (innovatie- en infrastructuurprojecten) vertegenwoordigt het grootste gedeelte van dat bedrag, namelijk € 13,6 miljard, terwijl dat van het EIF (kmo's en middelgrote ondernemingen) € 6,8 miljard belooft. Geraamd wordt dat die transacties in totaal € 115,7 miljard aan investeringen zullen

opleveren. Die eerste resultaten lijken al met al te stroken met de vastgelegde doelstellingen, waarbij de totale verwachte investeringen ongeveer een derde vertegenwoordigen van het bedrag dat aan het einde van de periode van drie jaar zou worden bereikt. De EFSI financiering gedurende het eerste jaar werd voornamelijk toegewezen aan onderzoek, ontwikkeling en innovatie (25%), energie (23%) en kmo's (26%).

Dergelijke resultaten dienen echter te worden genuanceerd. In een studie van Claes en Alvaro (2016a) werd de naleving van het criterium 'additionaliteit' beoordeeld, namelijk of alleen risicovolle en leefbare projecten werden geselecteerd die niet tot een goed einde konden worden gebracht met andere reeds bestaande financieringsstructuren. Het onderzoek komt tot de bevinding dat er talrijke gelijkenissen bestaan tussen de nieuwe projecten van het EFSI en de gebruikelijk door de EIB, buiten het Plan uitgevoerde projecten. In de studie wordt niettemin ook geconstateerd dat de EFSI-projecten een relatief hoger risiconiveau vertonen, wat beantwoordt aan de doelstellingen van het Plan.

Overheidsinvesteringen

De belangrijkste bedoeling van beleidsinitiatieven moet erin bestaan de bedrijfsinvesteringen te mobiliseren. De overheidsinvesteringen vormen echter ook een deel van de problematiek, daar jaren van consolidatie hun tol hebben geëist⁽¹⁾. Met het terugschroeven van hun investeringen kozen lidstaten voor de weg van de minste weerstand om aan hun budgettaire verplichtingen tegemoet te komen. Overheidsinvesteringen met sterk productiviteitsverhogende effecten, bijvoorbeeld in economische en sociale infrastructuur zoals energie of in wetenschappelijk onderzoek en innovatie, behoren ook tot de beoogde investeringsprojecten van het Junckerplan. Aangezien het mogelijk is dat de overheid investeert in EFSI-projecten, werd besloten dat de EC een soepeler houding zou aannemen ten opzichte van een dergelijke kapitaalbreng in het kader van het begrotingstoezicht van het Stabiliteits- en groeipact⁽²⁾.

Wat betreft andere overheidsinvesteringen buiten het Junckerplan, laat de in de nieuwe EC-richtsnoeren van het Stabiliteits- en groeipact opgenomen zogeheten 'investeringsclausule' de lidstaten die overheidsinvesteringen verrichten toe tijdelijk af te wijken van de doelstelling op middellange termijn of van het begrotingstraject daarnaartoe. Zoals werd aangevoerd in Melyn *et al.* (2016), mag die clausule evenwel alleen worden toegepast onder strikte voorwaarden, waaraan maar een zeer beperkt aantal landen voldoet. In dat verband kan worden overwogen de wijze waarop de

(1) Zie W. Melyn *et al.* (2016) voor een gedetailleerde analyse over overheidsinvesteringen.

(2) Dergelijke nationale financiële bijdragen van de overheid zullen niet worden opgenomen in de bepaling van de begrotingsinspanning geleverd in het kader van het preventieve en correctieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact. Ze worden immers beschouwd als uitzonderlijke eenmalige maatregelen. Zie W. Melyn *et al.* (2016).

overheidsinvesteringen in aanmerking worden genomen in de regels van het Stabiliteits- en groeipact grondig te herzien, teneinde ervoor te zorgen dat die bestedingen een gunstiger behandeling genieten.

Volgende fasen

De EC kondigde de verlenging aan van het EFSI na de aanvankelijk bepaalde periode van drie jaar⁽¹⁾ en zal daartoe in het najaar van 2016 wetgevende voorstellen voorleggen. Er wordt eveneens bepaald de huidige werking van het EFSI te consolideren: de toepassing van het principe van 'additionaliteit' zal strikter zijn en het luik voor de kmo's zal worden versterkt. In de toekomst zal de slagkracht van het EFSI veel groter kunnen worden gemaakt door die te combineren met andere Europese fondsen, zoals de Europese Structuur- en Investeringsfondsen. Ten slotte zal een markt voor groene en duurzame projecten worden ontwikkeld dankzij de invoering van 'groene obligaties'⁽²⁾ in het gamma van de financiële instrumenten van het EFSI.

Het initiatief inzake de kapitaalmarktenunie

Het initiatief van de EC inzake de CMU, dat strookt met de derde pijler van het plan-Juncker, heeft tot doel de belemmeringen voor de integratie en de ontwikkeling van een wezenlijke Europese kapitaalmarkt weg te werken en zo de fragmentatie die nog langs nationale grenzen bestaat in de Europese financiële markten, verder terug te dringen. Dit zou de afhankelijkheid van ondernemingen van financiering door banken verminderen, zodat ze zich met behulp van andere bronnen kunnen financieren. De verwezenlijkingen van de CMU zouden in het bijzonder ten goede komen aan de kmo's die ook financiering zouden kunnen vinden op de kapitaalmarkt, mogelijk in een andere dan de eigen nationale lidstaat⁽³⁾. In het Actieplan van 2015 worden de prioritaire maatregelen voor de instelling van de CMU in 2019 bepaald⁽⁴⁾. Hoewel sommige ervan reeds tot concrete maatregelen hebben geleid, moeten de meeste nog worden uitgewerkt:

- *grotere financieringsbronnen ten behoeve van ondernemingen en kmo's en een gemakkelijker toegang tot de aandelenmarkten.* Gedurende de fase waarin de activiteiten worden gestart, kunnen meer nieuwe financieringstypes worden ingezet, ter aanvulling van het bankkrediet (leenplatformen, peer-to-peer lenen en participatieve financiering). In de daaropvolgende fasen moet het aanwenden van eigen vermogen (risicokapitaal) worden bevorderd, aangezien de financiering vaak

een moeilijke fase is bij de uitbreiding van de activiteiten. Zo heeft de EC twee nieuwe gemeenschappelijke beleggingsfondsen ingesteld⁽⁵⁾ en werd begin 2016 een openbare raadpleging opgezet.

De effectiseringsmarkt kan verder worden ontwikkeld en kan dienen als instrument voor risicospreiding en tot versterking van het leenvermogen van de banken. In de nieuwe wetgevende voorstellen van de EC, die door de ECOFIN-Raad op 8 december 2015 werden goedgekeurd⁽⁶⁾, worden sommige (eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde) basisoperaties omschreven en de prudentiële vereisten van de beleggingen van de banken in soortgelijke producten herzien.

Ten slotte heeft de EC in november 2015 voorgesteld om de huidige prospectusregeling ("Prospectus Directive") te herzien om de efficiëntie ervan te verhogen en de last voor kleinere ondernemingen te verminderen⁽⁷⁾. Het prospectus is een gedetailleerd document met ondernemingsinformatie en de voorwaarden en risico's van een belegging. Het is het 'paspoort' tot de kapitaalmarkten voor ondernemingen die op zoek zijn naar financiering. Het is van cruciaal belang dat het niet als een onnodige belemmering voor de kapitaalmarkten werkt.

- *langetermijninvesteringen bevorderen.* Een nieuw kader tot instelling van de Europese beleggingsfondsen op lange termijn (ELTIF), dat in april 2015 werd aangenomen, beoogt beleggingen van particuliere en institutionele beleggers (levensverzekeringsondernemingen, pensioenfondsen en beleggingsfondsen) in langetermijnprojecten, zoals infrastructuur, aan te trekken⁽⁸⁾. Bovendien beschikken de retailbeleggers (waaronder de huishoudens) over belangrijke spaarmiddelen in de vorm van bankrekeningen en nemen weinig deel aan de kapitaalmarkten. Teneinde hun spaargelden, die vaak aangelegd worden voor pensioenen, beter in te zetten, via de kapitaalmarkten, zal de EC eind 2016 het opzetten van een strategisch kader van een

(1) EC (2015d).

(2) De groene obligaties vertegenwoordigen alle types van obligatie-instrumenten die uitsluitend van toepassing zijn op de financiering (of herfinanciering) van groene projecten, ter bevordering van milieuvriendelijke activiteiten.

(3) De realisatie van een CMU zal ook de risk-sharing over de landsgrenzen heen binnen de EU bevorderen via private kapitaalstromen en aldus de behoefte aan publieke risk-sharing mechanismen verminderen.

(4) Het Actieplan werd sindsdien besproken in een eerste vervolgsverslag van april 2016 (zie EC (2016a)).

(5) Europese risicokapitaalfondsen en Europese socialeondernemersfondsen.

(6) De voorstellen lagen in de zomer van 2016 nog ter behandeling in het Europees Parlement.

(7) De Raad dient zich in de zomer van 2016 uit te spreken over een algemeen aanpak ter zake.

(8) De EC heeft derhalve in februari en mei 2016 de wetgeving 'Solvabiliteit II' aangepast, waardoor verzekeraars gemakkelijker kunnen investeren in infrastructuurprojecten en in ELTIF-langetermijnprojecten.

Europese markt voor individuele pensioenspaarproducten onderzoeken;

- *grensoverschrijdende investeringen in de hand werken door het wegnemen van bestaande obstakels als gevolg van verschillende belastingstelsels en uiteenlopende nationale regelgevingen, met name die in verband met insolventieprocedures.* Teneinde de nationale procedures op elkaar af te stemmen, zal de EC tegen eind 2016 een wetgevend initiatief betreffende de insolventie van de ondernemingen (inclusief de preventieve herstructurering en de schuldaflossing van de failliete ondernemingen, *Insolvency frameworks*) voorleggen, waarbij profijt zal worden getrokken van de ervaring van de 'Aanbeveling insolventie' van 2014, van de degelijk werkende nationale regelingen, alsook van de resultaten van haar in juni 2016 beëindigde openbare raadpleging.

Conclusies

Sinds de financiële crisis is de investeringsdynamiek in het eurogebied zwak gebleven: de investeringen bevinden zich nog steeds onder hun langetermijngemiddelde en het herstel blijft aanslepen. Ook vanuit internationaal en historisch perspectief – namelijk in vergelijking met vorige post-crisisperiodes – is deze situatie uitzonderlijk. Mogelijk bevat deze zwakte een persistente component, in zoverre ze een correctie vormt op voorheen excessieve investeringen, in het bijzonder van de huishoudens in woongebouwen. Ook bij de bedrijfsinvesteringen blijft een sterke opleving tot nu toe echter uit.

Aan de hand van het acceleratormodel werd in dit artikel aangetoond dat, hoewel het bbp een belangrijke determinant blijft voor het cyclische investeringsverloop, ook een aantal andere factoren ten grondslag liggen aan de zwakke investeringsdynamiek sedert 2012, in het bijzonder in Italië en Spanje en in de landen met een aanpassingsprogramma. Zo blijkt onzekerheid een niet onbelangrijke rol te spelen en zetten beperkingen in de financieringsmogelijkheden eveneens een rem op investeringsplannen. Vooral kmo's kampen kennelijk nog altijd met een financieringstekort; meer dan grote bedrijven zijn zij immers aangewezen op de banksector, die zich in sommige landen nog in een precaire situatie bevindt. Voorts valt de zwakke dynamiek voor een deel te verklaren door de voortgaande schuldfbouw bij de niet-financiële ondernemingen en de fragmentatie van de

financiële markten, met als gevolg een divergerend verloop van de rente die banken in verschillende lidstaten aanrekenen aan hun klanten.

Naast deze factoren die vooral het verloop van de investeringen op korte termijn kunnen verklaren, hebben zich de voorbije decennia bovendien een aantal structurele ontwikkelingen voorgedaan die meer seculaire trends in de investeringen kunnen hebben teweeggebracht. De thematiek is echter complex en bestaand onderzoek laat vooralsnog niet toe duidelijke conclusies te trekken inzake de impact van de dienstenmaatschappij of de mondialisering op de investeringen in de geavanceerde economieën. Demografische tendensen, zoals de vergrijzing van de bevolking, zouden volgens sommigen ook minder investeringen noodzakelijk maken, al kan evenzeer worden betoogd dat hierdoor juist meer op kapitaalintensieve productiewijzen moet worden ingezet om de negatieve effecten op de groei te compenseren.

Het eurogebied leek te zijn beland in een ongunstig evenwicht van trage economische groei en ondermaatse investeringen. Er bleek nood aan een katalysator om dit ongunstige evenwicht te doorbreken. Het 'Investment Plan for Europe', in november 2014 voorgesteld door voorzitter Jean-Claude Juncker van de Europese Commissie, tracht hieraan tegemoet te komen. Met dit Plan wordt immers precies beoogd om de financieringscapaciteit te verhogen via de oprichting van een investeringsfonds en het algemeen investeringsklimaat te verbeteren. De kmo's en 'mid-cap'-bedrijven zijn een specifieke doelgroep. Het Plan is in het bijzonder gericht op investeringen waarvan het risicoprofiel te hoog is voor financiering door de private sector alleen. Ondertussen heeft het fonds ongeveer een derde van zijn middelen aangewend voor diverse investeringsprojecten. Eveneens in dit verband moet het initiatief van de Europese Commissie inzake de kapitaalmarktunie op termijn leiden tot een volledig geïntegreerde Europese kapitaalmarkt, waardoor onder meer de financiering van kmo's zou worden vergemakkelijkt. Dit initiatief bevindt zich echter nog veeleer in de ontwerpfase.

Investeringen zijn niet alleen een belangrijke component van de vraag, maar bepalen ook het groeipotentieel voor de toekomst, en verdienen daarom aandacht van het beleid. Gelet op de diverse obstakels die een krachtiger investeringsdynamiek in de weg blijven staan, is er op verschillende domeinen een rol weggelegd voor verdere beleidsinitiatieven.

Bibliografie

- Baker S., N. Bloom en S. Davis (2013), *Measuring economic policy uncertainty*, Chicago Booth Research Paper, 13-02.
- Barkbu B., S. Pelin Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs en H. Schoelermann (2015), *Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?*, IMF Working Paper 15/32.
- Braunerhjelm P., L. Oxelheim en P. Thulin (2004), 'The Relationship between Domestic and Outward Foreign Direct Investment: The Role of Industry-Specific Effects', *International Business Review*, Vol. 14(6), 677-694.
- Bricongne J-C., M. Demertzis, P. Pontuch en A. Turrini (2016), *Macroeconomic relevance of insolvency frameworks in a high-debt context: an EU perspective*, European Economy Discussion Paper 32, June.
- Buti M. (2014), *Lacklustre investment in the Eurozone: The policy response*, VOX CEPR, 22 December.
- Carruth A., A. Dickerson en A. Henley (2000), 'What do we know about investment under uncertainty?', *Journal of Economic Surveys*, 14(2), 119-153.
- Claes G. en L. Alvaro (2016a), *Assessing the Juncker Plan after one year*, Bruegel blog post, 17 May. (<http://bruegel.org/2016/05/assessing-the-juncker-plan-after-one-year/>)
- Claes G. en L. Alvaro (2016b), *The Juncker plan needs to be turned on its head*, Bruegel blog post, 8 June. (<http://bruegel.org/2016/06/the-juncker-plan-needs-to-be-turned-on-its-head/>)
- Dixit A.K. en R.S. Pindyck (1994), *Investment under uncertainty*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- EC (2013), *European Economic Forecast – Autumn 2013*, European Economy 2, November.
- EC (2014), *Private sector deleveraging: where do we stand?*, Quarterly Report on the euro area, Vol. 13(3), October.
- EC (2015a), *Verordening (EU) 2015/1017 van het Europees Parlement en de Raad van 25 juni 2015 betreffende het Europees Fonds voor strategische investeringen, de Europese investeringsadvieshub en het Europese investeringsprojectenportaal en tot wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 1291/2013 en (EU) nr. 1316/2013 – het Europees Fonds voor strategische investeringen*, Publicatieblad van de Europese Unie, 1 juli.
- EC (2015b), *Het Investeringsplan voor Europa*, Informatieblad, 20 juli.
- EC (2015c), *Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktenunie*, Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, 30 september.
- EC (2015d), *Action Plan on building a Capital Markets Union*, Fact Sheet, 30 September.
- EC (2016a), *Capital Markets Union: First Status Report*, Commission staff working document, 25 April.
- EC (2016b), *European Economic Forecast – Spring 2016*, Institutional paper 025, May.
- EC (2016c), *Investment Plan for Europe: one year of the European Fund for Strategic Investment (EFSI)*, Fact Sheet, 1 June.
- EC (2016d), *The Investment Plan for Europe: state of play*, 29 June.
- Gros D. (2014), *Investment as the key to recovery in the euro area?*, CEPS Policy Brief 326, 18 November.
- Herzer D. (2008), 'The Causal Relationship Between Domestic and Outward Investment: Evidence For Italy', *Applied Financial Economics Letters*, Vol. 4, 307-310.

Herzer D. en M. Schrooten (2008), 'Outward FDI and Domestic Investment in Two Industrialised Countries', *Economics Letters*, Vol. 99, 139-143.

IMF (2014a), *Perspectives on global real interest rates*, World Economic Outlook, chapter 3, April.

IMF (2014b), *Staff report for the 2014 Article IV on euro area policies*, 25 June.

IMF (2015), *Private investment: what's the holdup?*, World Economic Outlook, chapter 4, April.

Lewis C., N. Pain, J. Stráský en F. Menkyna (2014), *Investment gaps after the crisis*, OECD Economics department working papers 1168, 14 October.

Melyn W., R. Schoonackers, P. Stinglhamber en L. Van Meensel (2016), 'Moeten de overheidsinvesteringen worden gestimuleerd?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 105-122.

OECD (2015), 'Lifting investment for higher sustainable growth', *OECD Economic Outlook, Volume 2015/1*, Chapter 3, June

Moeten de overheidsinvesteringen worden gestimuleerd?

W. Melyn
R. Schoonackers
P. Stinglhamber
L. Van Meensel

Inleiding

In verhouding tot het bbp zijn de overheidsinvesteringen in België sedert begin jaren zeventig met de helft verminderd. België behoort momenteel tot de Europese landen waarvan de overheid het minst investeert, terwijl de lopende overheidsuitgaven verhoudingsgewijs hoog blijven. Maar ook in sommige andere landen van het eurogebied zijn de overheidsinvesteringen momenteel op een laag peil, soms als gevolg van forse besparingen in de nasleep van de financiële en economische crisis. Deze investeringen hebben nochtans een heilzaam effect op het lange-termijn groeipotentieel van de economie. Uit dat oogpunt zouden ze dus een extra stimulans verdienen, uiteraard zonder afbreuk te doen aan de noodzakelijke sanering van de overheidsfinanciën om de houdbaarheid ervan te waarborgen.

Dit artikel is opgebouwd uit drie hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk worden de componenten van de overheidsinvesteringen geanalyseerd, wordt het verloop ervan geschetst en wordt de Belgische situatie vergeleken met de Europese. In het tweede hoofdstuk wordt ingegaan op de macro-economische impact van de overheidsinvesteringen en worden de talrijke argumenten toegelicht waarom deze investeringen moeten worden gestimuleerd. Het derde hoofdstuk is gewijd aan de diverse pistes die een toename van de overheidsinvesteringen, die in de huidige omstandigheden wenselijk is, zouden kunnen aanmoedigen. Tot slot volgen enkele conclusies.

1. Samenstelling en verloop van de overheidsinvesteringen

1.1 De overheidsinvesteringen in België

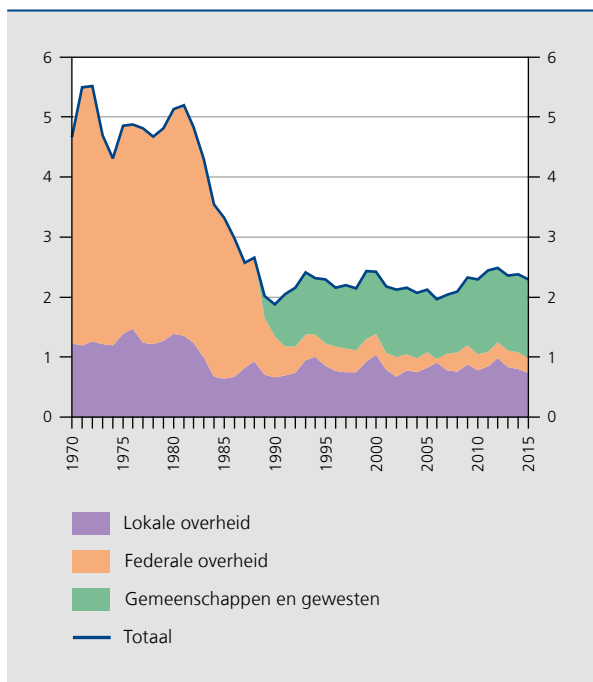
1.1.1 Definitie

De overheidsinvesteringen worden gedefinieerd als zijnde de bruto-investeringen in vaste activa door de overheid. Die bruto-investeringen zijn het saldo van de verrichte aan- en verkopen van vaste activa door de federale overheid, de sociale zekerheid, de gemeenschappen en gewesten of de lokale overheid. Bij vaste activa kan het gaan om gebouwen, bouwwerken, transportmiddelen, informatica- of telecommunicatie-infrastructuur, wapenmechanismen, R&D-uitgaven, enz. In 2015 beliepen de investeringsuitgaven van de gezamenlijke overheid in België € 9,4 miljard, of 2,3 % bbp.

Volgens een ruimere definitie zouden de overheidsinvesteringen ook de investeringssubsidies kunnen omvatten die door de overheid worden gestort aan tal van entiteiten van de non-profitsector (ziekenhuizen, rusthuizen, enz.) die een taak van algemeen belang vervullen. Die entiteiten maken immers geen deel uit van de overheidssector in enge zin zoals die wordt gedefinieerd in de nationale boekhouding. Ze ontvangen echter vaak overdrachten van de overheidssector om hun investeringen te financieren. Zo krijgt men niet enkel een beeld van de overheidsinvesteringen stricto sensu, maar ook van de overheidsinvesteringen in ruime zin. Deze laatste

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN DE OVERHEIDSINVESTERINGEN IN BELGIË

(overheidsinvesteringen naar deelsector⁽¹⁾, in % bbp)



Bronnen: INR, NBB.

(1) In de nationale rekeningen worden de gemeenschappen en gewesten pas vanaf 1989 beschouwd als een volwaardige deelsector. In de grafiek zijn overigens alle gegevens van vóór 1995, waarvoor het INR geen statistieken publiceert volgens de methodologie van het ESR 2010, geretropoleerd aan de hand van de groeipercentages van de reeksen uit de rekeningen volgens het ESR 1995.

zouden in 2015 in totaal € 13,8 miljard hebben bedragen, of 3,4% bbp. In het vervolg van dit artikel wordt echter de enge definitie van de overheidsinvesteringen gehanteerd, namelijk de bruto-investeringen in vaste activa door de overheid.

1.1.2 Samenstelling

In 2015 werden de overheidsinvesteringen in België voor meer dan de helft gedaan door de gemeenschappen en gewesten. De lokale overheid neemt ongeveer een derde van de door de overheid geïnvesteerde bedragen voor haar rekening, ook al schommelt haar aandeel doorgaans volgens een 'electorale cyclus' van zes jaar die overeenstemt met de looptijd van een gemeentelijke legislatuur. De federale overheid, met inbegrip van de sociale zekerheid, die uiterst weinig investeert, is in België nog slechts goed voor een tiende van de totale overheidsinvesteringen.

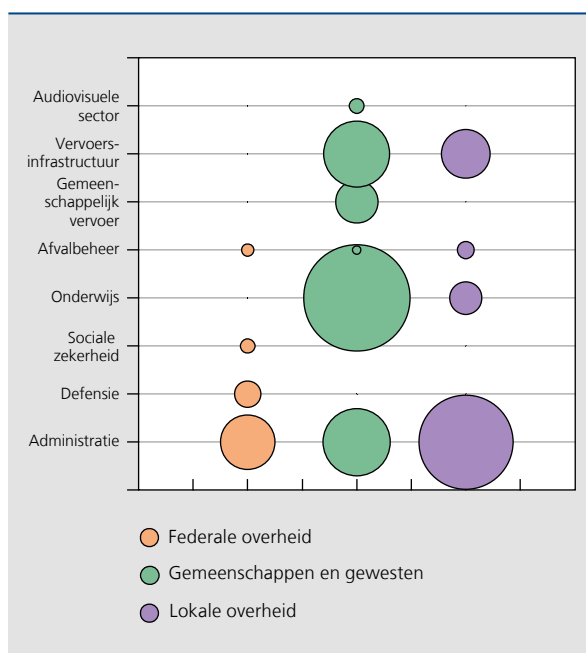
Om en nabij 40 % van de overheidsinvesteringen is bestemd voor de administratie in ruime zin. Voor de rest hangt de affectatie van de overheidsinvesteringen logischerwijs af

van de op ieder beleidsniveau uitgeoefende bevoegdheden. De investeringen in onderwijs, waarnaar bijna een derde van de investeringsuitgaven gaat, gebeuren op het niveau van de gemeenschappen en gewesten en, in mindere mate, op dat van de lokale overheid. Hetzelfde geldt voor de vervoersinfrastructuur, die in totaal bijna een vijfde van de overheidsinvesteringen opsloort. De investeringen ten behoeve van het gemeenschappelijk vervoer, goed voor een twintigste van het totaal, gebeuren uitsluitend op gewestelijk niveau, gelet op het feit dat de NMBS geen deel uitmaakt van de overheidssector volgens de definitie van de nationale rekeningen. De investeringen in defensie, ten slotte, die 3 % van de investeringsuitgaven uitmaken, worden enkel door de federale overheid gedaan.

De overheidsinvesteringen kunnen diverse vormen aannemen: gebouwen (gekocht of gebouwd), bouwwerken (met name wegebouw of waterbouwkundige werken), materieel, immateriële activa. De affectatie van de investeringen bepaalt in hoge mate de vorm ervan. Zo bestaat het overgrote deel van de investeringen ten voordele van de administratie en het onderwijs uit de aankoop en constructie van gebouwen. De vervoersinfrastructuren van hun kant vereisen niet alleen investeringen in wegebouw (inclusief

GRAFIEK 2 SAMENSTELLING VAN DE OVERHEIDSINVESTERINGEN: UITSPLITSING NAAR DEELSECTOR EN NAAR FUNCTIE

(aandelen in de totale overheidsinvesteringen⁽¹⁾, 2015)



Bronnen: INR, NBB.

(1) De oppervlakte van iedere cirkel stemt overeen met het aandeel in de totale overheidsinvesteringen.

TABEL 1 SAMENSTELLING VAN DE OVERHEIDSINVESTERINGEN: UITSPILSING NAAR CATEGORIE
(in € miljoen, 2015)

	1995	2000	2005	2010	2015
Gebouwen	800	1 031	1 466	1 960	2 888
Aankopen	44	67	-1	4	105
Constructie	755	965	1466	1957	2782
Bouwwerken	2 034	2 655	1 828	1 978	1 960
Wegenbouw	738	962	956	967	1096
Waterbouwkundige werken	440	337	374	479	402
Andere	857	1 357	498	533	462
Overige investeringsgoederen	1 629	2 204	3 058	4 202	4 399
Materieel	658	981	1 409	1 842	1 808
Immateriële activa	971	1 223	1 650	2 360	2 591
Subtotaal (ongerekend defensie)	4 463	5 890	6 351	8 140	9 247
<i>p.m. Investerings in defensie</i>	393	381	274	258	169
Totaal	4 857	6 271	6 626	8 398	9 416

Bronnen: INR, NBB.

tunnels en bruggen), maar ook in waterbouwkundige werken (havens, kanalen, dijken, sluisen, enz.) en in andere bouwwerken (metronetwerk, afwatering, enz.). De investeringen in materieel gebeuren ten behoeve van met name het gemeenschappelijk vervoer en defensie. De investeringen in immateriële activa, ten slotte, die de uitgaven voor R&D omvatten, vinden voornamelijk plaats in het onderwijs. Er zij evenwel opgemerkt dat de investeringen in bouwwerken het afgelopen decennium teruggelopen zijn, terwijl de andere investeringsvormen het beter doen.

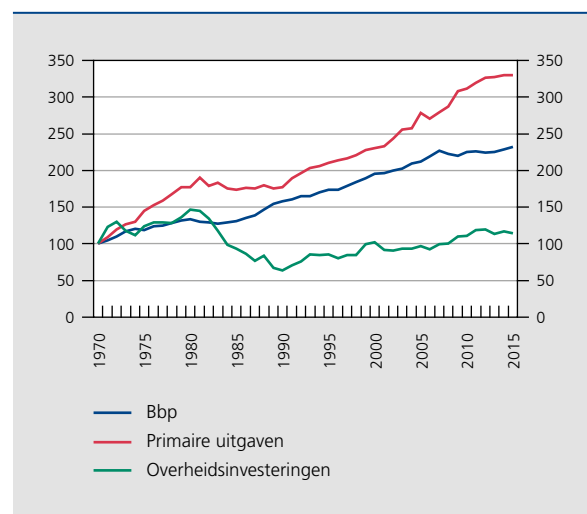
1.1.3 Verloop

Sedert 1970 laten de overheidsinvesteringen en de totale primaire uitgaven een divergerend verloop optekenen. Eerstgenoemde zijn minder sterk gegroeid dan het bbp, terwijl laatstgenoemde sneller zijn toegenomen dan de economische bedrijvigheid. Uiteindelijk komen de overheidsinvesteringen slechts ietwat hoger uit dan de tijdens die periode opgetekende inflatie.

In verhouding tot het bbp zijn de overheidsinvesteringen tussen 1970 en 2015 derhalve met de helft verminderd. Vandaag bedragen ze nog slechts 2,3% bbp, terwijl ze aan het begin van de jaren zeventig een piek van 5,5% hadden bereikt. Die teruggang deed zich voornamelijk voor tijdens de begrotingsconsolidatie van de jaren tachtig. Investerings zijn immers uitgaven die tijdens een

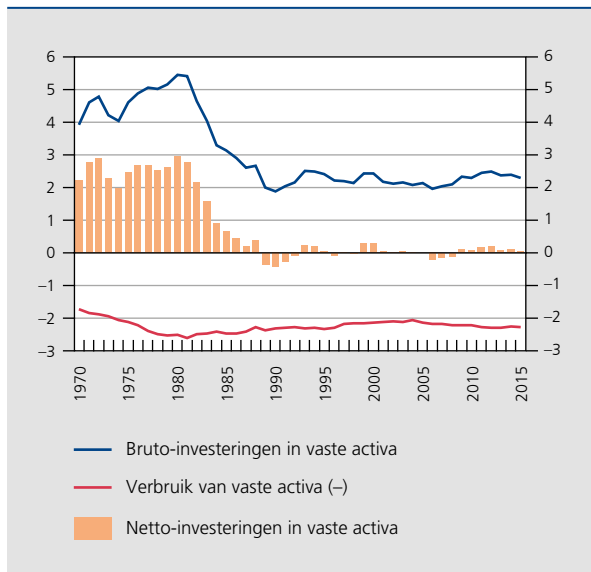
saneringsperiode gemakkelijk afgeschaft of uitgesteld worden, aangezien het beheersen van de lopende uitgaven vaak onpopulaire maatregelen vereist. Aan het einde van de jaren tachtig gingen de investeringen zich evenwel stabiliseren, en sedertdien schommelen ze tussen 2 en 2,5% bbp.

GRAFIEK 3 DE BELGISCHE OVERHEIDSINVESTERINGEN ZIJN IN REËLE TERMEN AMPER TOEGENOMEN
(indexcijfers 1970 = 100, verloop naar volume)



Bronnen: INR, NBB.

GRAFIEK 4 DE BELGISCHE OVERHEIDSINVESTERINGSUITGAVEN COMPENSEREN AMPER DE WAARDEVERMINDERING
(in % bbp)



Bronnen: INR, NBB.

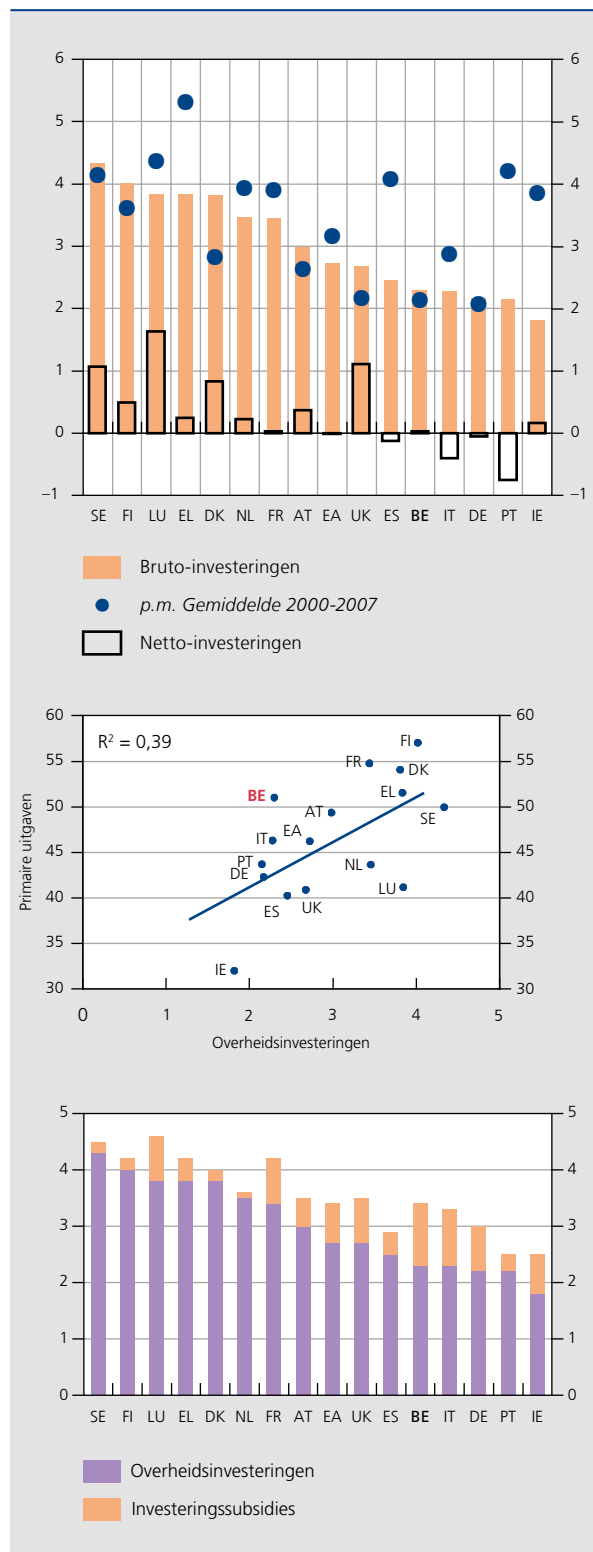
Het verloop van de overheidsinvesteringen in verhouding tot de totale primaire uitgaven is nog spectaculairder. Sedert het begin van de jaren zeventig is het aandeel van de uitgaven die bestemd zijn voor investeringen zogoed als door drie gedeeld. Op dit ogenblik maken de investeringsuitgaven van de overheid minder dan 5 % uit van de totale primaire uitgaven.

De teruggang van de bruto-investeringen heeft logischerwijze gevolgen voor de netto-investeringen. De nettovorming van vaste activa (of de netto-investeringen) wordt gedefinieerd als het verschil tussen de brutovorming van vaste activa (met andere woorden de bruto-investeringen) en het verbruik van vaste activa (zijnde de afschrijving die overeenstemt met de waardevermindering van de vaste activa als gevolg van normale slijtage en veroudering). De nieuwe investeringen kunnen sinds het einde van de jaren tachtig de waardevermindering van de vaste activa uit hoofde van eerdere investeringen amper compenseren. De netto-investeringen zijn derhalve zeer gering, en in sommige jaren zelfs negatief.

1.2 Internationale vergelijking

Op Europees niveau heeft de financiële en economische crisis er tal van in moeilijkheden verkerende landen toe

GRAFIEK 5 DE OVERHEIDSINVESTERINGEN IN BELGIË BEHOREN TOT DE LAAGSTE VAN EUROPA
(in % bbp, 2015)



Bron: EC.

aangezet het niveau van hun overheidsinvesteringen aanzienlijk te verlagen. Dat was het geval voor Ierland, Portugal en de mediterrane landen. Met uitzondering van Griekenland, behoren die landen samen met België tot de landenkring met momenteel de laagste overheidsinvesteringen. Ook Duitsland maakt er deel van uit; de reeds vóór de crisis zwakke overheidsinvesteringen hebben er, net als in België, sedertdien nauwelijks beweging vertoond. In de Scandinavische landen, daarentegen, ligt het niveau van de overheidsinvesteringen tweemaal hoger, namelijk dicht bij 4 % bbp. Ook in Nederland en Frankrijk liggen de overheidsinvesteringen aanmerkelijk hoger dan in België.

De vergelijking is nog treffender indien rekening wordt gehouden met de totale overheidsuitgaven. Terwijl op Europees niveau een zekere correlatie wordt vastgesteld tussen het niveau van de overheidsinvesteringen en de totale primaire uitgaven, onderscheidt België zich door de combinatie van zwakke investeringen en hoge uitgaven. Van de landen waar de primaire uitgaven meer dan 50 % bbp bedragen, heeft België zodoende de laagste overheidsinvesteringen in verhouding tot het bbp. Zes West-Europese landen slagen er bovendien in méér te investeren dan België, terwijl ze algemeen beschouwd minder uitgeven. In de resterende landen heeft de overheid een lage investeringsquote, maar

ook de primaire uitgaven komen er beduidend lager uit dan in België.

In hun ruimste betekenis beschouwd, sluiten België's overheidsinvesteringen evenwel nauwer aan bij het Europese gemiddelde. De som van de directe investeringen en van de door de overheid uitgekeerde investeringssubsidies ligt met andere woorden meer in lijn met de situatie elders in Europa.

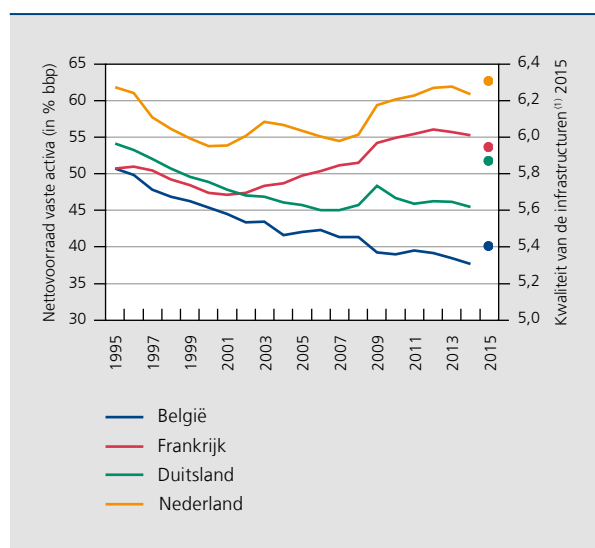
Door met de jaren de netto-investeringen te cumuleren, verkrijgt men de kapitaalvoorraad (of de netto-voorraad vaste activa) van de overheid. In verhouding tot het bbp, is die kapitaalvoorraad in België sedert 1995 vrijwel ononderbroken geslonken. In Duitsland werd tot in 2005 een vergelijkbaar verloop opgetekend, maar sedertdien heeft de kapitaalvoorraad er zich gestabiliseerd. Nederland, daarentegen, heeft opnieuw zijn kapitaalniveau van 1995 bereikt en Frankrijk is erin geslaagd zijn voorraad overheidskapitaal tijdens diezelfde periode te verhogen. De voorraad vaste activa van een land wordt weerspiegeld in de beoordeling van de kwaliteit van zijn infrastructuur. De score die ter zake wordt toegekend door het World Economic Forum op basis van een peiling, klasseert de landen in een volgorde die vrij goed overeenstemt met de volgorde die geldt voor hun kapitaalvoorraad. België weet zich aldus gerangschikt na zijn voornaamste buurlanden, niet alleen voor zijn infrastructuur in hun geheel beschouwd, maar ook voor zijn wegen- en spoorwegennetwerk en voor zijn luchthaveninfrastructuur. Enkel zijn haveninfrastructuur wordt beter beoordeeld: op dat vlak komt België na Nederland, maar vóór Duitsland en Frankrijk.

Deze ten opzichte van onze buurlanden afwijkende ontwikkelingen wijzen erop dat het niet alleen mogelijk, maar tevens opportuun is de overheidsinvesteringen in België te stimuleren. In het volgende hoofdstuk worden de redenen toegelicht waarom het gerechtvaardigd is die investeringen een impuls te geven.

2. Macro-economische impact van de overheidsinvesteringen

Overheidsinvesteringen hebben een positief effect op de economische bedrijvigheid en op het productiepotentieel van een economie. Dat blijkt uit de outputelasticiteit van de kapitaalgoederenvoorraad van de overheid; die voorraad wordt bepaald door de som van alle reeds gedane overheidsinvesteringen en door de afschrijvingen daarop. In tal van empirische studies is getracht die outputelasticiteit voor diverse landen en periodes te kwantificeren. Bom

GRAFIEK 6 DE NETTOVOORRAAD VASTE ACTIVA VAN DE OVERHEIDSSECTOR, DIE DE KWALITEIT VAN DE INFRASTRUCTUREN WEERGEEFT, IS IN BELGIË RELATIEF KLEIN



Bronnen: EC, World Economic Forum.

(1) De kwaliteit van de infrastructuur (bijvoorbeeld voor vervoer, telefonie, energie) wordt door de respondenten beoordeeld op een schaal van 1 (sterk onderontwikkeld/behoorend tot de slechtste ter wereld) tot 7 (uitgebreid en efficiënt/behoorend tot de beste ter wereld).

en Ligthart (2015) bieden een interessant overzicht van die studies en wijzen op de ruime spreiding van de resultaten. Aan de hand van een meta-analyse slagen ze erin die variabiliteit grotendeels te verklaren en ze concluderen dat de outputelasticiteit voor de kapitaalgoederenvoorraad van de overheid op korte termijn gemiddeld ongeveer 0,08 bedraagt en op lange termijn circa 0,12. Dit betekent dat als de kapitaalvoorraad van de overheid met 1 % toeneemt, het bbp op lange termijn met 0,12 % zou stijgen.

De impact van de overheidsinvesteringen verloopt via diverse transmissiekanalen, die sterk kunnen verschillen afhankelijk van de beschouwde periode en de aard van de investeringen. In dit hoofdstuk worden eerst die transmissiekanalen toegelicht. Vervolgens wordt nagegaan wat de impact is van een toename van de overheidsinvesteringen; dat gebeurt aan de hand van de investeringsmultiplicatoren die aangeven in welke mate het stimuleren van de overheidsinvesteringen de economische bedrijvigheid beïnvloedt. De sterkte van de multiplicatoren hangt af van verscheidene factoren die eveneens worden besproken.

2.1 Overzicht van de transmissiekanalen van een investeringsimpuls

Op korte termijn sorteert een toename van de overheidsinvesteringen een positief vraageffect in de economie, met een rechtstreekse opwaartse impact op het bbp. Die investeringen zijn immers overheidsuitgaven die deel uitmaken van het bestedingsoogpunt van het bbp. Ze komen tot stand via productie; derhalve genereren ze toegevoegde waarde en leiden ze tot inkomensvorming.

Op lange termijn spelen overheidsinvesteringen in op de aanbodzijde van de economie doordat ze de algemene productiviteit van die economie verhogen. Het is precies die positieve externaliteit die van overheidsinvesteringen een sterk beleidsinstrument maakt om op lange termijn duurzame economische groei tot stand te brengen. De exacte impact van overheidsinvesteringen op lange termijn hangt uiteraard in hoge mate af van de aard van de investeringen. Zo wordt de productiecapaciteit van een economie voornamelijk gestimuleerd door investeringen in R&D, scholing en infrastructuur. Bij investeringen in R&D is de stimulans zowel direct – via de impact op de productiviteit en de innovatie binnen een land – als indirect – doordat hij ervoor zorgt dat een land de elders in de wereld aanwezige technologie in hogere mate kan absorberen. Dat absorptievermogen wordt tevens positief beïnvloed door de algemene scholingsgraad in de economie. Investeringen in onderwijs dragen daar in

hoge mate toe bij. Tot slot is er een belangrijke rol weggelegd voor investeringen in infrastructuur. Deze laatste zijn een aanzienlijke input in het productieproces en ze ondersteunen de productiviteit van de privaat ingezette productiefactoren arbeid en kapitaal. Investeringen in transportnetwerken – die producenten en consumenten efficiënt met elkaar verbinden –, in nutsvoorzieningen – die de energiebevoorrading vergemakkelijken en de energieonafhankelijkheid vergroten –, en in communicatienetwerken – die de uitwisseling en verspreiding van informatie en kennis faciliteren – verhogen de productiecapaciteit van de economie en brengen agglomeratie-effecten tot stand. Bedrijven zullen zich immers vestigen op plaatsen waar dergelijke infrastructuurinvesteringen ten uitvoer worden gelegd. Hierdoor ontstaat een concentratie van de economische bedrijvigheid op plaatsen zoals havens en moderne bedrijfsterrainen, wat aanzienlijke schaalvoordelen oplevert. Gerichte investeringen in infrastructuur stimuleren bovendien de particuliere investeringen, wat de langetermijnpact van de overheidsinvesteringen bestendigt.

2.2 Investeringsmultiplicatoren op korte en lange termijn

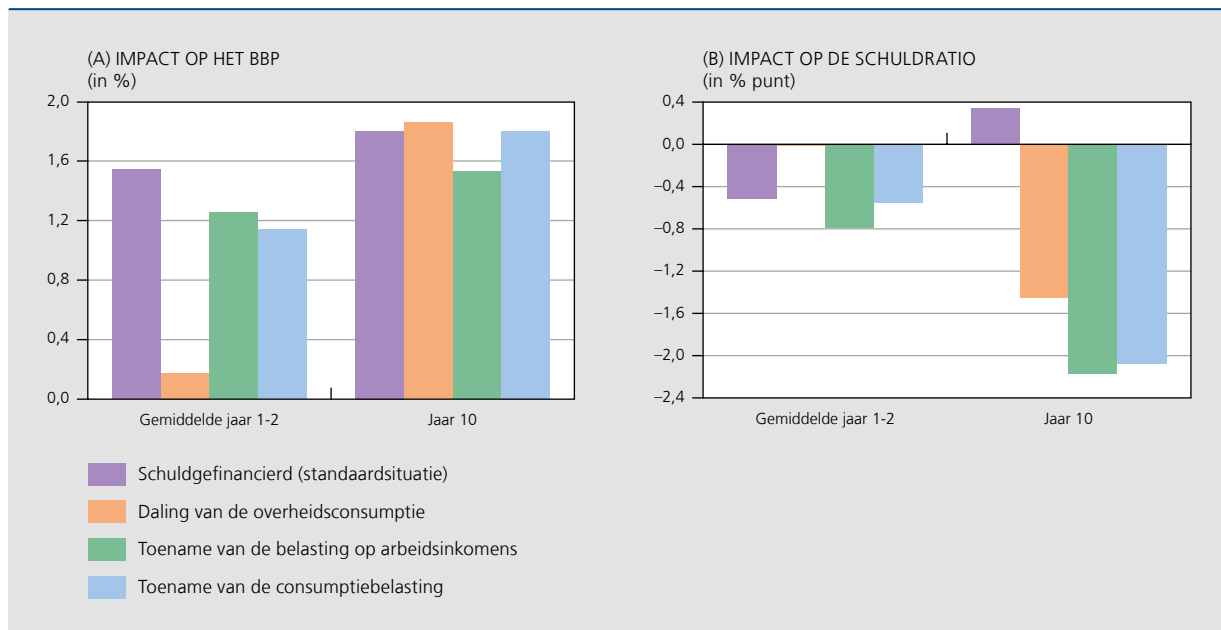
Tal van econometrische modellen en empirische studies bevestigen dat de investeringsmultiplicatoren zowel op korte als op lange termijn positief zijn. De exacte omvang van de multiplicatoren hangt echter af van diverse factoren zoals de beschouwde periode, de aard van de investeringen, de financieringswijze en de monetairbeleidsreactie.

Om het belang aan te tonen van deze factoren die bepalend zijn voor de omvang van de multiplicatoren worden de resultaten voorgesteld van door het ESCB op basis van het EAGLE-model⁽¹⁾ uitgevoerde simulaties. Dat model werd voor vier landen(groepen) gekalibreerd, namelijk voor Duitsland, voor de Verenigde Staten, voor de rest van het eurogebied en voor de rest van de wereld. Aan de hand van dat model werd nagegaan wat de effecten zijn van een tijdelijke toename van de overheidsinvesteringen met 1 % van het initieel bbp en zulks voor een periode van vijf jaar; daarna keren de overheidsinvesteringen, uitgedrukt in verhouding tot het bbp, geleidelijk terug naar hun oorspronkelijk niveau. In het model wordt de investeringsimpuls in Duitsland gegeven, maar de impact ervan op het bbp en op de

(1) Het Euro Area and Global Economy-model (EAGLE-model), waarvan een basisversie wordt besproken in Gomes *et al.* (2010), is een microgefundeerd algemeen evenwichtsmodel met een sterke theoretische basis aan de hand waarvan grensoverschrijdende spillovereffecten van beleidsmaatregelen kunnen worden gevat.

GRAFIEK 7 DE INVESTERINGSMULTIPLICATOREN VARIËREN AFHANKELIJK VAN DE FINANCIERINGSWIJZE

(afwijking t.o.v. de situatie zonder investeringsimpuls⁽¹⁾)



Bron: ESCB (simulaties met het EAGLE-model).

(1) Het betreft een toename van de overheidsinvesteringen met 1% bbp gedurende vijf jaar.

schuldratio zijn even zo goed representatief voor andere grote landen van het eurogebied.

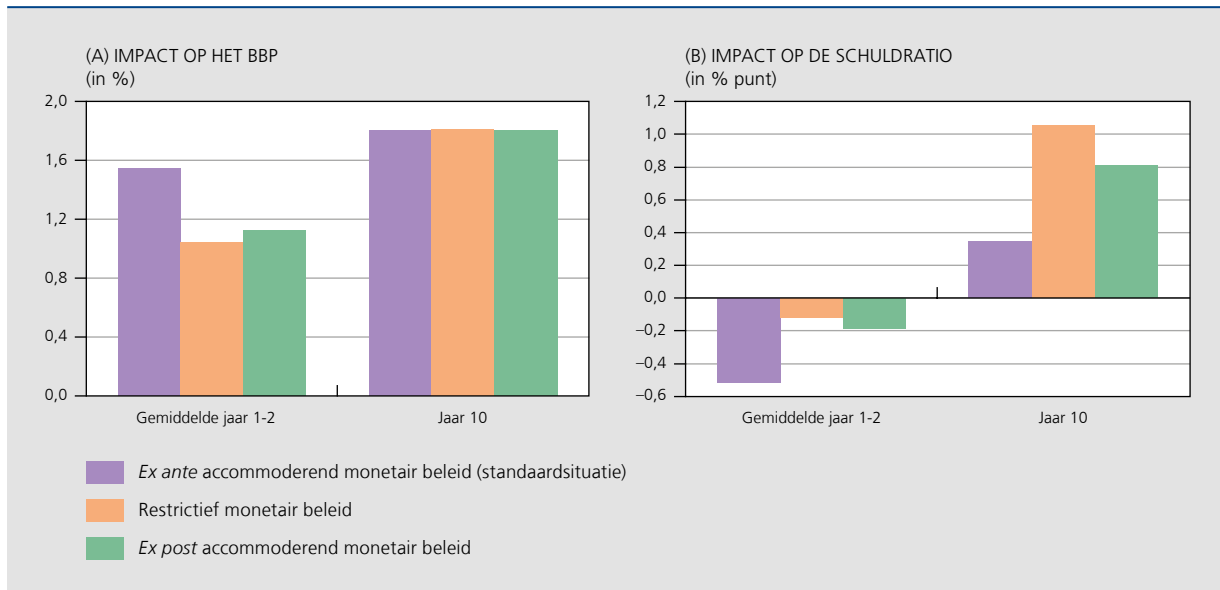
In de standaardsituatie worden extra overheidsinvesteringen gefinancierd via een verhoging van de overheids-schuld. Daarbij wordt ervan uitgegaan dat de overheden kunnen lenen tegen een risicovrije rente. De impact van eventuele hoge risicopremies als gevolg van de oplopende overheidsschuld en van de mogelijkere beperkte toegang tot de financiële markten voor landen met weinig of geen budgettaire ruimte wordt hier niet bestudeerd. Voorts wordt verondersteld dat er integraal wordt geanticipeerd op de monetairbeleidsreactie van de ECB en dat er tijdens de eerste twee jaar na de investeringsimpuls niet restrictief wordt opgetreden. In de standaardsituatie zorgt de toename van de overheidsinvesteringen voor opwaartse effecten op het bbp, en zulks reeds in de eerste twee jaar na de investeringsimpuls. Op lange termijn neemt het bbp verder toe met bijna 2% in vergelijking met de situatie zonder investeringsimpuls. Hoewel de investeringen via een verhoging van de overheidsschuld worden gefinancierd, daalt de schuldratio op korte termijn dankzij het gunstig verloop van het bbp. De groei van dit laatste zorgt er bovendien voor dat de stijging van de schuldratio op lange termijn vrij beperkt blijft.

De wijze waarop de extra overheidsinvesteringen worden gefinancierd, is van groot belang voor de omvang van de investeringsmultiplicatoren. Wordt de stijging van de investeringen gefinancierd via een toename van de belasting op arbeidsinkomens of van de heffingen op consumptie, dan zou het opwaartse kortetermijneffect op het bbp ietwat geringer uitvallen in vergelijking met een door een toename van de overheidsschuld gefinancierde investeringsimpuls. De kortetermijneffect verdwijnt bijna volledig wanneer de financiering gebeurt via een vermindering van de overheidsconsumptie; een dergelijke vermindering neutraliseert immers zogoed als integraal het positieve vraageffect van een investeringstoename. Op lange termijn lijkt de wijze van financiering dan weer veel minder belangrijk te zijn voor de impact op het bbp: de investeringsmultiplicatoren voor de diverse financieringswijzen zijn nagenoeg even groot. Het verloop van de schuldratio wordt daarentegen in hoge mate bepaald door de financieringskeuze. Wordt de investeringsimpuls niet gefinancierd door schuldoopbouw, maar is hij budget-neutraal, dan loopt de schuldratio zowel op korte als op lange termijn fors terug.

De monetairbeleidsreactie is ook belangrijk voor de macro-economische gevolgen van een investeringsimpuls. Het geval waarin de ECB zou opteren voor een accommoderend beleid waarop de economische subjecten

GRAFIEK 8 DE MONETAIRBELEIDSREACTIE BEPAALT MEDE DE OMVANG VAN DE INVESTERINGSMULTIPLICATOREN

(afwijking t.o.v. de situatie zonder investeringsimpuls⁽¹⁾)



Bron: ESCB (simulaties met het EAGLE-model).

(1) Het betreft een toename van de overheidsinvesteringen met 1 % bbp gedurende vijf jaar.

volledig zouden anticiperen, werd in de standaardsituatie hierboven reeds besproken. Wordt dat beleid enkel ex post gevoerd en wordt er dus niet volledig geanticipeerd, of kiest de ECB voor een restrictief beleid, dan zijn de positieve vraageffecten op korte termijn blijkbaar heel wat gematigder met kleinere multiplicatoren tot gevolg. In deze laatste twee gevallen verloopt ook de schuldratio veel minder gunstig.

De mate waarin een specifieke overheidsinvestering bijdraagt tot het productieve vermogen van de economie is ook van belang voor de grootte van de multiplicatoren. In de standaardsituatie wordt ervan uitgegaan dat elke overheidsinvestering productief is en bijgevolg de productieve kapitaalvoorraad vergroot. Indien de efficiëntie van de overheidsinvesteringen afneemt doordat, bijvoorbeeld, slechts de helft van de nieuwe investeringen de productieve kapitaalvoorraad vergroten, dan is de korte- en langetermijnpact op het bbp veel kleiner en toont de schuldratio een minder gunstig verloop. In het extreme geval dat geen enkele overheidsinvestering productief blijkt te zijn en dat de outputelasticiteit van overheidskapitaal derhalve tot nul wordt herleid, gaat de langetermijnpact op het bbp zelfs volledig verloren en loopt de schuldratio zeer sterk op.

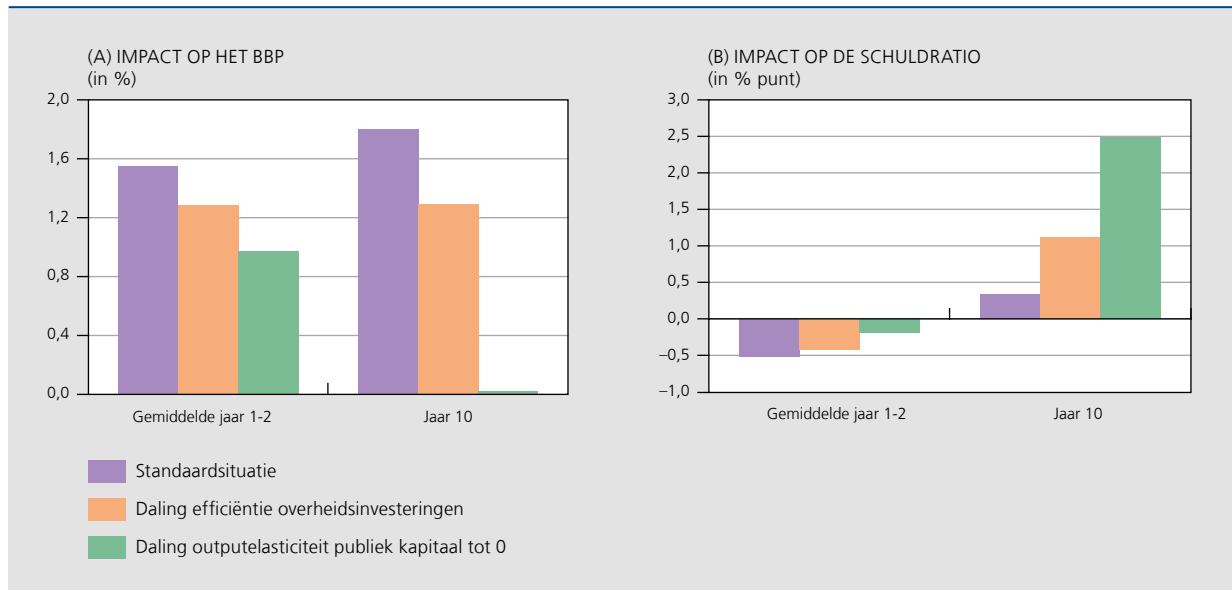
Bom en Ligthart (2015) tonen onder meer aan dat de gemiddelde outputelasticiteit van de kapitaalgoederen

van de overheid relatief hoog is voor die van de regionale en lokale overheden, wat erop kan wijzen dat die overheden meer focussen op de investeringen met de grootste multiplicatoren. Zo zouden investeringen in zogeheten kerninfrastructuur – zoals wegen, haveninfrastructuur, spoorwegen en luchthavens – een grotere opwaartse impact op het productiepotentieel hebben dan andere overheidsinvesteringen, bijvoorbeeld die in gebouwen⁽¹⁾.

De positieve impact van de overheidsinvesteringen is uiteraard ook groter naarmate de processen die leiden tot de investeringsuitgaven efficiënter zijn en derhalve garanderen dat de beste projecten gerealiseerd worden tegen de laagst mogelijke kostprijs. Het Public Investment Management Assessment van het IMF (2015) is een nuttig hulpmiddel om die processen te heroriënteren naar een optimale besluitvorming. Daarbij wordt gefocust op het concreet plannen van de investeringen (met aandacht voor de coördinatie tussen de verschillende beleidsniveaus), op het toewijzen van een investering aan het juiste project (op basis van transparante criteria en een langetermijnvisie) en op het implementeren van de gekozen projecten binnen de vastgestelde termijn en binnen het geplande budget.

(1) Militaire installaties en uitrusting worden in de meeste studies buiten beschouwing gelaten.

GRAFIEK 9 HOGERE EFFICIËNTIE VAN OVERHEIDSINVESTERINGEN LEIDT TOT HOGERE MULTIPLICATOREN⁽¹⁾
(afwijking t.o.v. de situatie zonder investeringsimpuls⁽²⁾)

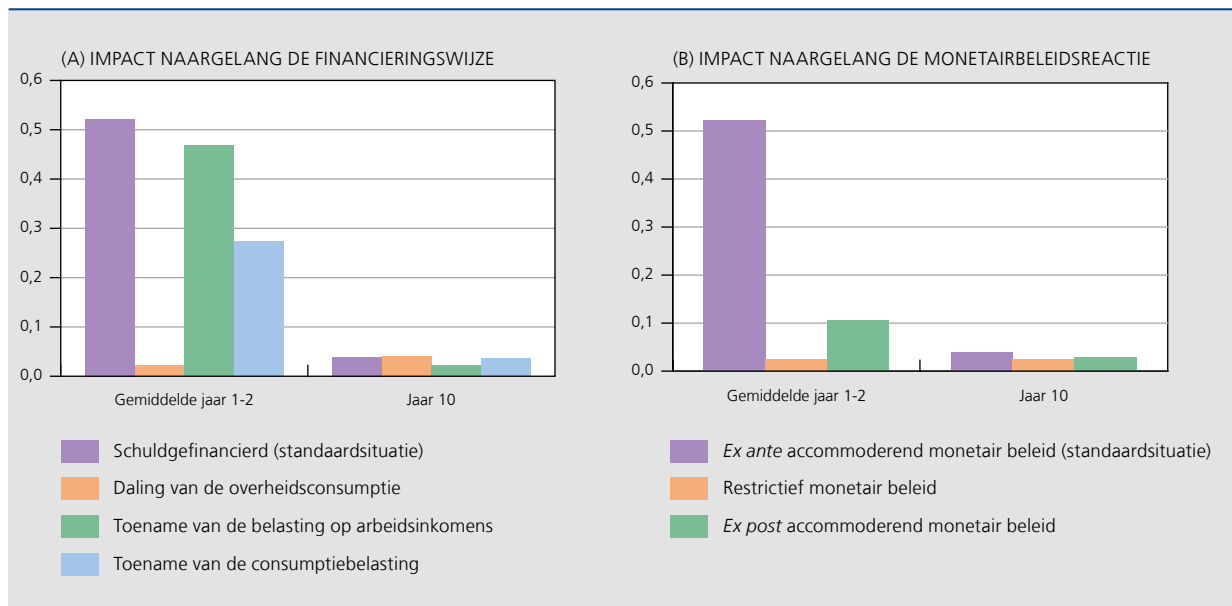


Bron: ESCB (simulaties met het EAGLE-model).

(1) In de standaardsituatie wordt de outputelasticiteit van de kapitaalvoorraad van de overheid gekalibreerd op 0,10. Dat is in overeenstemming met de bevindingen van Bom en Ligthart (2015).

(2) Het betreft een toename van de overheidsinvesteringen met 1% bbp gedurende vijf jaar.

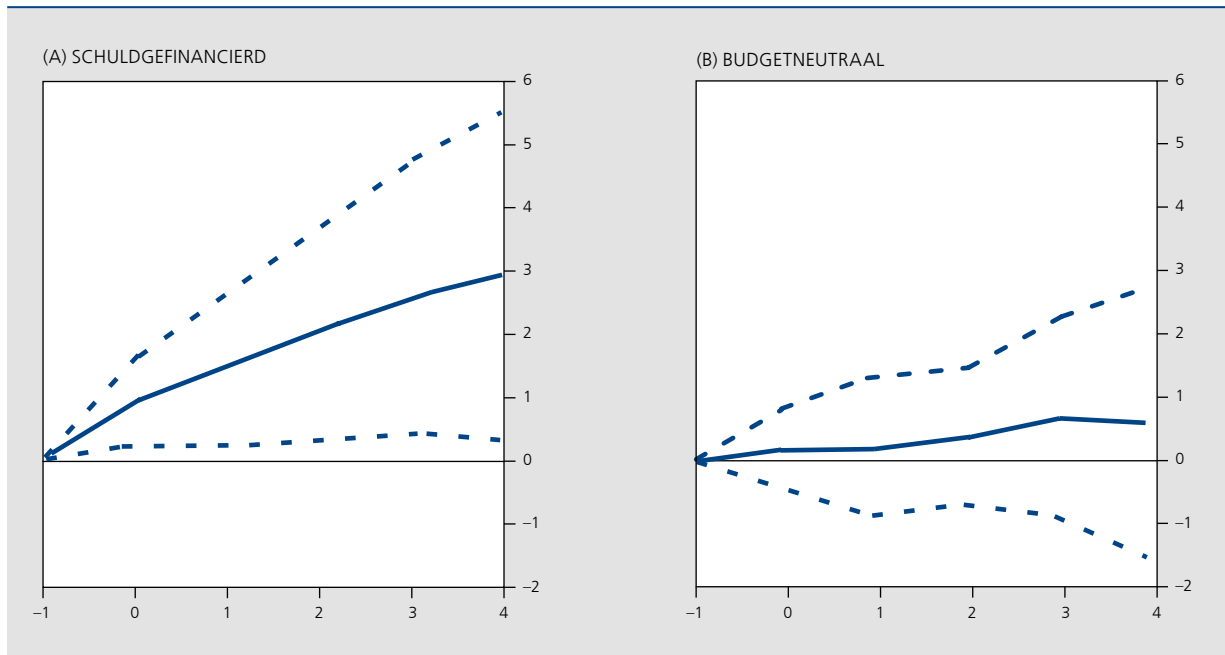
GRAFIEK 10 IMPACT OP HET BBP IN DE REST VAN HET EUROGEBIED NA EEN INVESTERINGSIMPULS IN DUITSLAND
(afwijking t.o.v. de situatie zonder investeringsimpuls⁽¹⁾, in %)



Bron: ESCB (simulaties met het EAGLE-model).

(1) Het betreft een toename van de overheidsinvesteringen met 1% bbp gedurende vijf jaar.

GRAFIEK 11 IMPACT, OP HET BBP, VAN EEN ONVERWACHTE TOENAME VAN DE OVERHEIDSINVESTERINGEN MET 1 PROCENTPUNT BBP⁽¹⁾
(in %)



Bron: Abiad *et al.* (2015).

(1) De oppervlakte tussen de stippellijnen geeft het 90% betrouwbaarheidsinterval weer.

Tot slot heeft een investeringsimpuls in één land van het eurogebied ook positieve spillovereffecten op het bbp in de andere landen van het eurogebied. Een dergelijke impuls leidt immers tot een toename van de binnenlandse vraag en tot een stijging van de relatieve prijsverhouding met het buitenland, wat zorgt voor meer export in de rest van het eurogebied. De omvang van de spillovereffecten wordt bepaald door het land waar de investeringsschok plaatsvindt, door de monetairbeleidsreactie en door de financieringswijze. De impact die een investeringsimpuls in Duitsland zou hebben op het bbp van de overige landen van het eurogebied wordt getoond in grafiek 10. De positieve spillovereffecten doen zich voornamelijk op korte termijn voor. In geval van een ex post accommoderend monetair beleid zwakken die effecten fors af en als de ECB ervoor kiest een restrictief beleid te voeren als reactie op de als gevolg van de toegenomen vraag gestegen inflatie verdwijnen ze vrijwel.

Effecten vergelijkbaar met die in de hierboven besproken simulaties komen ook naar voren in verschillende empirische analyses, bijvoorbeeld in recent werk van Abiad *et al.* (2015). Deze auteurs schatten de gemiddelde macro-economische impact op korte en middellange termijn van een niet-geanticipeerde toename van de overheidsinvesteringen met 1 procentpunt bbp gedurende één jaar. Dat gebeurt voor zeventien OESO-landen over de periode 1985-2013.

Ze berekenen daartoe het verschil tussen de werkelijk gedane overheidsinvesteringen in een bepaald jaar en wat analisten in oktober van hetzelfde jaar voorspelden. Die voorspellingsfout is een proxy voor het niet-verwachte verloop van de overheidsinvesteringen en maakt het mogelijk de causale impact, op het bbp, te vatten van een wijziging in de investeringen. De schattingsresultaten tonen opnieuw het belang van de financieringswijze aan. Vier jaar na een onverwachte investeringsimpuls van 1 procentpunt bbp blijkt het reële outputniveau ongeveer 3% hoger te liggen indien de impuls wordt gefinancierd via schuldopbouw. De impact neemt af tot 0,5% indien de extra investeringsuitgaven gecompenseerd worden en geen impact hebben op het begrotingsaldo van de overheid. Algemeen beschouwd, ondersteunen deze vaststellingen de conclusie dat overheidsinvesteringen de productiecapaciteit van een economie positief beïnvloeden.

3. Hoe kunnen de overheidsinvesteringen worden gestimuleerd?

Uit hoofdstuk 1 is gebleken dat de overheidsinvesteringen zich in België, net als in tal van andere Europese landen, momenteel op een relatief laag niveau bevinden. In het tweede hoofdstuk werd duidelijk aangetoond dat het

raadzaam is ze te stimuleren aangezien zwakke overheidsinvesteringen een duurzaam economisch herstel bemoeilijken en vooral een domper zetten op het toekomstig potentieel van de economie.

Het bevorderen van de investeringen was een cruciaal onderdeel van de strategie die de Europese Commissie bij haar aantreden onder leiding van Jean-Claude Juncker in november 2014 voorstelde om de Europese economie nieuw leven in te blazen en meer banen te creëren zonder daarbij nieuwe schulden aan te gaan. Het gecoördineerd stimuleren van de investeringen, de hernieuwde verbintenis om structurele hervormingen ten uitvoer te leggen en de noodzaak om budgettaire verantwoordelijkheid te blijven nastreven, zijn immers de drie krachtlijnen van een nieuwe geïntegreerde aanpak van het economisch beleid door de Europese Unie. Een gelijktijdige en gecoördineerde actie in die drie domeinen wordt geacht van cruciaal belang te zijn om het vertrouwen te herstellen, om de onzekerheid die een rem zet op de investeringen weg te nemen en om de elkaar versterkende effecten van de drie pijlers te maximaliseren. In het kader van die nieuwe geïntegreerde aanpak heeft de EC in januari 2015 richtsnoeren geformuleerd om de bestaande regels van het Stabiliteits- en groeipact zo soepel mogelijk toe te passen teneinde de band tussen structurele hervormingen, investeringen en budgettaire verantwoordelijkheid te verstevigen. Die richtsnoeren zijn samen met het Investment Plan for Europe de belangrijkste initiatieven die de EC onder leiding van Jean-Claude Juncker heeft genomen ter bevordering van de investeringen.

In dit hoofdstuk worden eerst de recente Europese initiatieven beschreven die erop gericht zijn de investeringen een boost te geven. Dan volgt een overzicht van enkele alternatieve voorstellen om de overheidsinvesteringen te stimuleren.

3.1 Recente initiatieven ter bevordering van de overheidsinvesteringen

3.1.1 Investment Plan for Europe

Het Investment Plan for Europe, ook nog het Junckerplan genoemd, werd in november 2014 door de EC voorgesteld en werd midden 2015 operationeel. Het plan is in de eerste plaats bedoeld om de investeringen in Europa te stimuleren, vooral die welke op lange termijn essentieel zijn voor het productiepotentieel van de economie. Het is gericht op alle investeringen, dus niet enkel op de overheidsinvesteringen.

De werking en de resultaten tot nu toe van dit plan worden uitgebreid toegelicht in het artikel van Butzen *et al.* (2016) in deze uitgave van het Economisch Tijdschrift.

3.1.2 Flexibiliteit in het Stabiliteits- en groeipact met betrekking tot investeringen

In januari 2015 lichtte de EC de wijze toe waarop ze de flexibiliteit van de bestaande regels van het Stabiliteits- en groeipact optimaal zal benutten ten behoeve van een groeivriendelijk begrotingsbeleid. Daartoe wordt bij het bepalen van de inspanningen in het preventieve gedeelte beter rekening gehouden met de conjuncturele situatie in de lidstaten, wordt de effectieve tenuitvoerlegging van structurele hervormingen aangemoedigd en worden investeringen gestimuleerd.

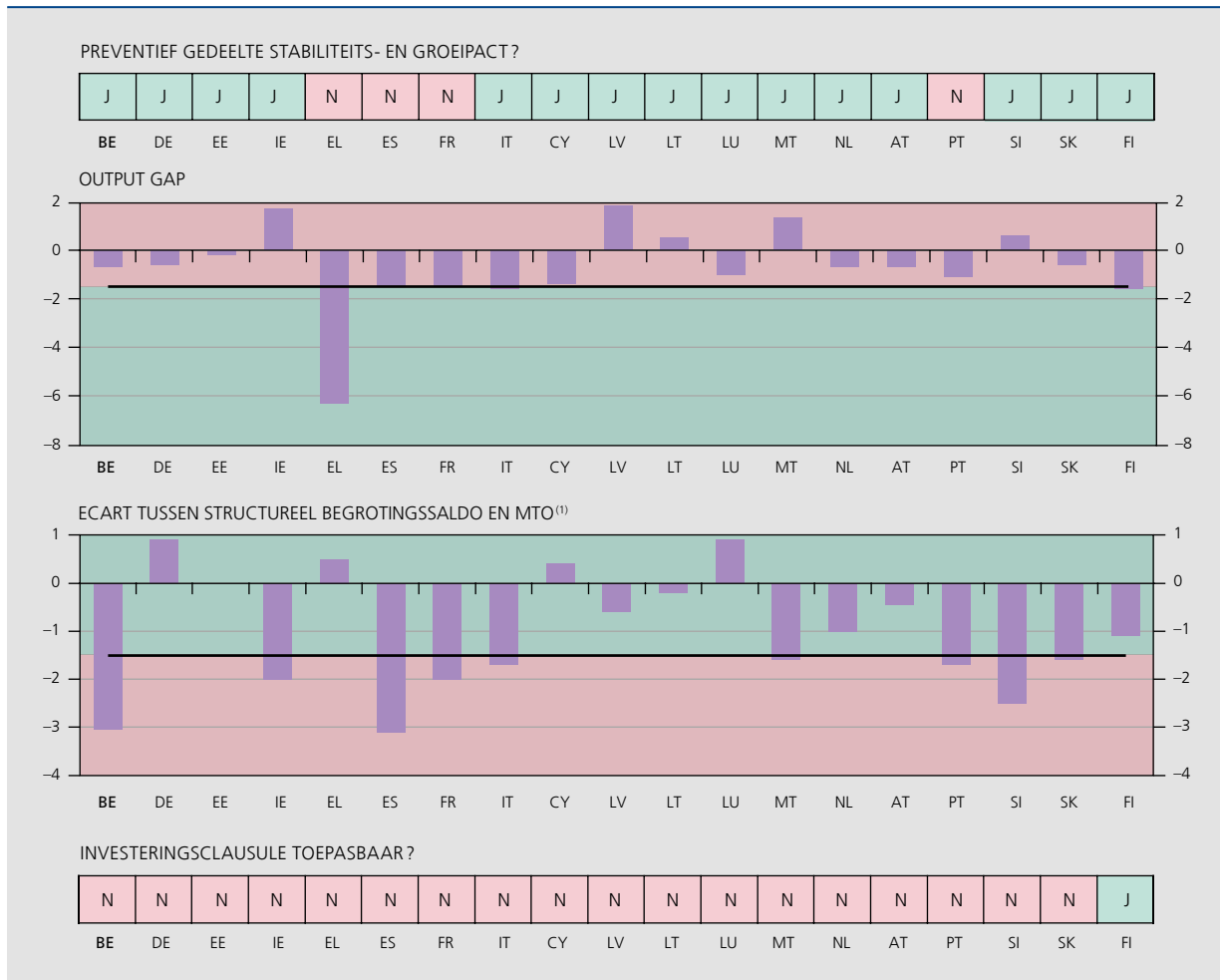
De lidstaten kunnen de investeringen bevorderen door in het preventieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact tijdelijk af te wijken van hun doelstelling op middellange termijn of van het budgettaire aanpassingstraject daarnaartoe⁽¹⁾. De lidstaten mogen die zogeheten investeringsclausule evenwel enkel onder strikte voorwaarden toepassen. Ze geldt namelijk alleen voor landen met een naar volume negatieve bbp-groei of met een bbp dat ver achterblijft bij het potentieel, wat resulteert in een negatieve output gap van meer dan 1,5 % bbp. Voorts komen nationale investeringsuitgaven enkel in aanmerking indien de projecten mede door de EU worden gefinancierd in het kader van het structuur- en cohesiebeleid, de trans-Europese netwerken en de financieringsfaciliteit voor Europese verbindingen, of indien ze worden gefinancierd door het Europees Fonds voor Strategische Investerings (EFSI). Als resultaat van een en ander moeten de investeringssniveaus daadwerkelijk stijgen. De afwijking mag niet leiden tot een overschrijding van de 3%-drempel voor het begrotingstekort en er moet een veiligheidsmarge in acht worden genomen. De afwijking moet ook binnen het tijdsbestek van het stabiliteits- of convergentieprogramma van de lidstaat worden gecompenseerd, dat betekent binnen de vier jaar vanaf het ogenblik dat de investeringsclausule in werking treedt. De EC operationaliseert dit laatste criterium krachtens de vereiste dat de afstand tussen het structureel begrotingssaldo en de doelstelling op middellange termijn maximaal 1,5 procentpunt bbp mag bedragen. Deze voorwaarden mogen als streng worden bestempeld aangezien slechts een beperkt aantal landen eraan voldoen. In 2016 voldoet enkel Finland aan de voorwaarden.

Daarnaast wordt getracht de investeringen ook te stimuleren door flexibiliteit aan de dag te leggen voor de nationale financiële bijdragen aan het EFSI. Die bijdragen zullen niet worden aangerekend bij het vaststellen van de geleverde begrotingsinspanning in het preventieve of het corrigerende gedeelte

(1) Meer uitleg over het Stabiliteits- en groeipact wordt gegeven in deel 3.2.2.

GRAFIEK 12 TOEPASSING VAN DE CRITERIA VAN DE INVESTERINGSCLAUSULE OP DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

(cijfers met betrekking tot 2016, in % van het potentieel bbp, tenzij anders vermeld)



Bron: EC.

(1) In procentpunt bbp.

van het Stabiliteits- en groeipact. Ze worden immers beschouwd als uitzonderlijke eenmalige maatregelen die geen invloed hebben op de onderliggende begrotingssituatie. Voorts zal de EC, bij een kleine en naar verwachting tijdelijke overschrijding van de tekortreferentiewaarde die uitsluitend te wijten is aan de bijdragen aan het EFSI, geen procedure bij buitensporige tekorten inleiden. Wanneer de EC een overschrijding van de schuldreferentiewaarde beoordeelt, houdt ze geen rekening met de bijdragen.

3.2 Alternatieve voorstellen ter bevordering van de overheidsinvesteringen

Ondanks de nieuwe initiatieven die de EU de afgelopen jaren heeft genomen om de overheidsinvesteringen te stimuleren,

blijven die investeringen relatief zwak. Er is dan ook kritiek ontstaan op het huidige Europees kader aangezien het volgens sommige commentatoren de overheidsinvesteringen te weinig aanmoedigt. Dientengevolge zijn er voorstellen geformuleerd om de investeringen te bevorderen. Die voorstellen kunnen grosso modo in twee categorieën worden ingedeeld: aanpassingen aan de statistische behandeling van de investeringen en aanpassingen aan de begrotingsregels.

3.2.1 Statistische regels

Sommige waarnemers richten hun kritiek op de statistische regels die moeten worden gevolgd om de overheidsinvesteringen te verwerken in de overheidsrekeningen, die op hun beurt deel uitmaken van de nationale rekeningen. Die regels moeten conform de richtlijnen van het

Europees systeem van nationale en regionale rekeningen (ESR) zijn. Momenteel is het ESR 2010 van toepassing, maar de filosofie achter het ESR-systeem is sedert de eerste versie van het ESR in 1970 niet veranderd.

Investerings worden volgens de logica van het ESR-systeem beschouwd als uitgaven en ze hebben dus een negatieve impact op het financieringssaldo. Dat is logisch aangezien de financiering van de investeringen aanleiding geeft tot een toename van de schuld of een daling van de financiële activa. Die uitgaven worden geregistreerd op het ogenblik van de economische eigendomsoverdracht. Zo zal bij de aankoop van een investeringsgoed het bedrag integraal worden toegerekend op het ogenblik van de overdracht. Bij de constructie van een investeringsgoed zullen de bedragen worden toegerekend met inachtneming van de voortgang van de werken en de facturatie.

Wat tijdens de afgelopen jaren wél is veranderd, is dat Eurostat sommige regels strikter toepast en de lidstaten nauwkeuriger controleert op de naleving van de regels. De verstrenging betreft voornamelijk de definitie van de overheidsperimeter – dat wil zeggen de instellingen die tot de overheidssector behoren –, diverse vormen van alternatieve financiering van investeringsuitgaven, en publiek-private-samenwerkingsverbanden om de uitrusting voor het verstrekken van sommige overheidsdiensten te laten bouwen, uitbaten en onderhouden door private ondernemingen. Wat die samenwerkingsverbanden betreft, had Eurostat in 2004 in zijn methodologisch 'Handboek overheidsstekort en overheidsschuld' vrij soepele regels uitgevaardigd, maar de concrete toepassing ervan door Eurostat bleef strikt en bij de overgang naar het ESR 2010 werden de regels opnieuw verstrengd. De statistische gegevens dienen hoe dan ook de economische realiteit te weerspiegelen. Voor de classificatie van investeringen binnen of buiten de overheidssector komt zulks erop neer dat de vraag moet worden beantwoord wie uit economisch oogpunt – en niet uit juridisch oogpunt – als eigenaar kan worden beschouwd. Een vertekening van de statistische regels is in ieder geval hoogst onwenselijk. Het is dan ook uitermate belangrijk dat Eurostat zorgt voor duidelijke regels, die transparant worden toegepast en door alle lidstaten van de EU correct worden nageleefd.

3.2.2 Begrotingsregels van het Stabiliteits- en groeipact

Een belangrijk deel van de voorstellen ter bevordering van de overheidsinvesteringen beogen een aanpassing van het Europees governancekader inzake overheidsfinanciën. Dat kader werd vastgelegd in de regels van het Verdrag van Maastricht en van het Stabiliteits- en groeipact. Die

regels bestaan uit, enerzijds, een preventief gedeelte dat het ontstaan van onhoudbare budgettaire situaties beoogt te vermijden en, anderzijds, een corrigerend gedeelte dat betrekking heeft op de herstelmaatregelen voor de lidstaten die met buitensporige overheidstekorten of -schulden kampen⁽¹⁾.

Het nastreven van de doelstelling op middellange termijn maakt de kern uit van het preventieve gedeelte⁽²⁾. Het betreft een voor elk land specifieke referentiewaarde voor het begrotingsaldo, uitgedrukt in structurele termen. Landen die hun doelstelling op middellange termijn nog niet hebben bereikt, dienen een aanpassingstraject te volgen om met een gepaste snelheid naar die doelstelling te convergeren. In het corrigerende gedeelte staan nog steeds twee oorspronkelijke criteria van het Verdrag van Maastricht centraal. Om te beginnen, mag het nominale financieringsstekort van de overheid niet meer dan 3% bbp bedragen, tenzij het aanzienlijk en voortdurend afgenomen is en een niveau bereikt dat de referentiewaarde benadert of tenzij de overschrijding slechts uitzonderlijk en tijdelijk is en het tekort dicht bij de referentiewaarde ligt. Voorts mag de uitstaande overheidsschuld niet groter zijn dan 60% bbp of moet ze, indien dat toch het geval is, die referentiewaarde in een bevredigend tempo benaderen.

De voorstellen tot aanpassing van het Europees begrotingskader hebben doorgaans betrekking op de invoering van de klassieke 'gouden financieringsregel' van de overheidsfinanciën⁽³⁾. Deze regel stelt dat de lopende uitgaven gedekt moeten worden met lopende ontvangsten en dat er voor die uitgaven dus niet mag geleend worden. Voor investeringsuitgaven staat die regel echter wel leningsfinanciering toe. De invoering ervan wordt verdedigd op basis van een aantal weerkerende argumenten. Allereerst mag uit economisch oogpunt worden gesteld dat overheidsinvesteringen een bron van toekomstige potentiële groei en, derhalve, van toekomstige fiscale opbrengsten zijn. Voorts is het uit sociaal oogpunt belangrijk te zorgen voor een intergenerationele gelijkheid. Dit betekent dat het nut van overheidsinvesteringen zich over verschillende jaren en soms ook over verschillende generaties uitstrekt. Door de financiering van investeringsuitgaven via leningen toe te staan, worden ook de kosten in de tijd gespreid. Ten slotte kunnen, vanuit een financiële benadering,

(1) Melyn W., L. Van Meensel en S. Van Parys (2015).

(2) De doelstelling op middellange termijn wordt voorgesteld door de lidstaten in hun stabiliteits- of convergentieprogramma en moet aan een aantal minimale vereisten voldoen. Voor de landen van het eurogebied dient deze doelstelling voor het structureel saldo minimaal –0,5% bbp te bedragen, maar voor landen waarvan de schuldgraad aanzienlijk lager is dan 60% bbp en waarvoor de risico's voor de houdbaarheid van hun overheidsfinanciën op lange termijn beperkt zijn, mag ze gelijk zijn aan –1% bbp.

(3) In het 'fiscal compact' is er ook een gouden regel die bepaalt dat de begrotingssituatie van de gezamenlijke overheid in evenwicht moet zijn of een overschot moet vertonen. Hij wordt geacht te zijn nageleefd als het structureel begrotingsaldo van de overheid voldoet aan de landspecifieke doelstelling op middellange termijn of als dat saldo het vereiste aanpassingstraject naar die doelstelling volgt.

investerings worden beschouwd als een eigendom die impliciet kan worden gebruikt als waarborg voor de lening die aangegaan werd om deze te financieren.

Sommige economen gebruiken ook een cyclisch argument om de introductie van de gouden financieringsregel te bepleiten, namelijk het feit dat investeringsuitgaven kunnen worden gebruikt als instrument van economische stabilisatie. Overheidsinvesteringen zijn echter geen geschikt anticyclisch beleidsinstrument. Doorgaans vergt het voorbereiden, realiseren en uitvoeren van efficiënte investeringen immers veel tijd.

De discussie over het invoeren van de gouden regel is reeds jaren aan de gang en de afgelopen tijd is ze opnieuw opgevlamd tegen de achtergrond van een eventuele verdere aanpassing van het Stabiliteits- en groeipact. Enkele van die recente voorstellen worden hieronder summier toegelicht. Wim Moesen (2016) stelt voor om financieringstekorten van de overheid toe te staan ten belope van de bruto-investeringsuitgaven. Hij toont zich daarbij voorstander van een enge definitie van investeringen (materiële vaste activa) en pleit voor de invoering van die regel vanuit de motivatie om de begrotingsdiscipline te leggen daar waar ze thuishoort, namelijk bij de lopende transacties. Een ander voorstel om de gouden regel in te voeren, werd gelanceerd door de denktank Bruegel (Barbiero en Darvas (2014)). Zij stellen een zogeheten asymmetrische gouden regel voor waarbij, in economisch moeilijke tijden, het toegestane structurele tekort verhoogd wordt met het bedrag van de netto-investeringen. In andere economische omstandigheden zouden de gewone regels van het Stabiliteits- en groeipact van toepassing blijven. Een ander interessant voorstel werd gelanceerd door Henri Bogaert (2016). Hij stelt een aangepaste berekening van de doelstelling op middellange termijn (MTO) voor waarbij, behalve met de potentiële groei van de bedrijvigheid, de schuldgraad en de vergrijzingskosten, ook rekening wordt gehouden met de netto-overheidsinvesteringen.

Een alternatief voorstel voor de invoering van een gouden financieringsregel zou er kunnen in bestaan om bij de berekening van het financieringssaldo de bruto-investeringsuitgaven te vervangen door de afschrijvingen op de investeringen. Dat komt neer op een versoepeling van het momenteel gehanteerde financieringssaldo van de overheid ten belope van de netto-investeringen. Op die manier zou een investeringsimpuls niet worden verhinderd. Dit stemt overeen met het voorstel van Olivier Blanchard en Francesco Giavazzi in een bijdrage uit 2004. Volgens hen heeft dat voorstel onder meer als voordeel dat, indien dit gecorrigeerde begrotingssaldo vrijwel in evenwicht zou zijn, de schuldgraad op termijn zou tenderen naar de kapitaalvoorraad van de overheid.

De Europese Commissie heeft bij de hervormingen van het Stabiliteits- en groeipact tot dusver geen rekening gehouden met de voorstellen om de gouden financieringsregel in één van de voorgestelde vormen op te nemen. De belangrijkste redenen die ze daarvoor aanhaalt, zijn de moeilijkheid om de uitgavencategorieën die onder deze regel zouden vallen, te definiëren; het feit dat zich ontwrichtingen inzake overheidsuitgaven kunnen voordoen waarbij de voorkeur uitgaat naar uitgaven voor fysieke infrastructuur; en dat er prikkels kunnen ontstaan om lopende uitgaven voor te stellen als kapitaaluitgaven. Na de hervormingen van het Stabiliteits- en groeipact in 2005 en 2011 zijn er momenteel geen onderhandelingen aan de gang om de regels van dat pact verder te wijzigen. Toch verdient het aanbeveling ernstig na te denken over een aanpassing van de behandeling van de overheidsinvesteringen in het Stabiliteits- en groeipact aangezien na de financiële en economische crisis gebleken is dat de sanering van de overheidsfinanciën de investeringen in een aantal landen zwaar heeft getroffen. Die manier lijkt aangewezen om in de huidige context, die gekenmerkt wordt door lage overheidsinvesteringen, zwakke vraag en lage inflatie, lage potentiële groei en lage rentevoeten, de overheidsinvesteringen aan te moedigen. In het bijzonder lijkt een heroverweging van het voorstel om rekening te houden met de afschrijvingen op de overheidsinvesteringen in plaats van met de investeringsuitgaven uitermate zinvol. Belangrijk daarbij is evenwel dat de budgettaire verantwoordelijkheid en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn gehandhaafd blijven.

Conclusies

Overheidsinvesteringen hebben een sterk positief effect op de economische bedrijvigheid en op het productiepotentieel van een economie. De overheidsinvesteringen in België en in tal van andere landen van het eurogebied bevinden zich momenteel echter op een laag peil. Het is dan ook raadzaam deze investeringen te stimuleren.

Het bevorderen van de overheidsinvesteringen was dan ook terecht een van de krachtlijnen die door de EC onder leiding van Jean-Claude Juncker bij haar aantreden naar voren werden geschoven. Deze doelstelling kreeg concreet gestalte in het Investment Plan for Europe. Ook met de zogeheten investeringsclausule bij de toepassing van het Stabiliteits- en groeipact werd getracht om overheidsinvesteringen te stimuleren, maar de vereiste voorwaarden zijn streng, wat maakt dat slechts een beperkt aantal landen eraan voldoen.

Ondanks deze initiatieven blijven de overheidsinvesteringen zwak, en de vraag rijst dan ook of aanvullende maatregelen kunnen worden genomen om de overheidsinvesteringen te bevorderen via aanpassingen van de statistische behandeling van investeringen of wijzigingen in de Europese begrotingsregels.

Voor de statistische behandeling van investeringen in het methodologisch kader van het ESR 2010, zijn de basisregels duidelijk en een hertekening van deze regels is onwenselijk. Het is echter wel van groot belang dat Eurostat volledige klaarheid schept over de concrete toepassing van die regels, zodat duidelijk is hoe investeringsuitgaven die worden gerealiseerd via publiek-private samenwerkingsverbanden of andere alternatieve financieringswijzen, worden geboekt.

In verband met de toepassing van de Europese begrotingsregels van het Stabiliteits- en groeipact, dient ernstig te worden overwogen om de wijze waarop overheidsinvesteringen in aanmerking worden genomen, te herzien, met het oog op een gunstiger behandeling van deze uitgaven. Dit is mogelijk door de investeringsuitgaven te vervangen door de afschrijvingen op de overheidsinvesteringen bij de bepaling van het begrotingssaldo dat in aanmerking wordt genomen. Dit zou erop neerkomen dat het financieringssaldo van de overheid wordt gecorrigeerd voor de netto-investeringen. Dit voorstel zou een investeringsimpuls mogelijk maken, wat in de actuele omstandigheden van lage overheidsinvesteringen, zwakke vraag en lage inflatie, lage potentiële groei en lage rentevoeten hoogst wenselijk is.

Bibliografie

- Abiad, A., D. Furceri, en P. Topalova (2015), *The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies*, IMF Working Paper 15/95, May.
- Barbiero F. en Z. Darvas (2014), *In sickness and in health: protecting and supporting public investment in Europe*, Bruegel policy contribution 2014/02, February.
- Blanchard O. en F. Giavazzi (2004), *Improving the SGP Through a Proper Accounting of Public Investment*, CEPR Discussion paper 4220, February.
- Bogaert H. (2016), *Improving the Stability and Growth Pact by integrating a proper accounting of public investments: a new attempt*, Federal Planning Bureau, Working Paper 1-16, January.
- Bom, P.R.D. en J.E. Ligthart (2014), 'What Have We Learned From Three Decades of Research on the Productivity of Public Capital', *Journal of Economic Surveys*, 28(5), 889-916.
- Butzen P., S. Cheliout, E. De Prest, S. Ide en W. Melyn (2016), 'Waarom blijft de opleving van de investeringen in het eurogebied zwak?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 85-104.
- EC (2004), *Public finances in EMU 2004*, European Economy 3.
- EC (2014a), *An Investment Plan for Europe*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank, 26 November.
- EC (2014b), *Annual Growth Survey 2015*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank, 28 November.
- EC (2015a), *Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank, 13 January.
- EC (2015b), *Investing in jobs and growth – Maximising the contribution of European Structural and Investment Funds*, Communication from the Commission, 14 December.
- EC (2015c), *Verordening (EU) 2015/1017 van het Europees Parlement en de Raad van 25 juni 2015 betreffende het Europees Fonds voor strategische investeringen, de Europese investeringsadvieshub, en het Europese investeringsprojectenportaal en tot wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 1291/2013 en (EU) nr. 1316/2013 – het Europees Fonds voor strategische investeringen*, Publicatieblad van de Europese Unie, 1 juli.
- EC (2016a), *The investment plan for Europe*, State of play, July.
- EC (2016b), *De combinatie van de Europese structuur- en investeringsfondsen (ESI-fondsen) en het Europees Fonds voor strategische investeringen (EFSI) – veelgestelde vragen*, 22 februari.
- EC, EIB (2014), *Factsheet 1 – Why does the EU need an investment plan?*, *Factsheets on the Investment Plan*, 26 November.
- ECB (2016), 'Public investment in Europe', *Economic Bulletin*, 2, 75-88.

Gomes, S., P. Jacquinot, en M. Pisani (2010), *The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area*, ECB Working Paper 1195.

IMF (2014), 'Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment', *World Economic Outlook*, Chapter 3, 75-114, October.

IMF (2015), *Making public investment more efficient*, Staff Report, June.

INR (2014), *Nationale rekeningen ESR 2010. Het nieuwe referentiekader voor de nationale rekeningen*, september.

Juncker J-C (2014), *A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change, Political Guidelines for the next European Commission*, Opening Statement in the European Parliament Plenary Session, 15 July.

Melyn W., L. Van Meensel en S. Van Parys (2015), 'Europees governancekader inzake overheidsfinanciën: toelichting en evaluatie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 81-108.

Moesen W. (2015), *De begroting als een publieke grabbelton versus civiel kapitaal*, Leuvense Economische Standpunten, 2015/147, 12 maart.

Moesen W. (2016), *De begroting van de begroting, de gouden financieringsregel en andere bekommernissen*, 17 februari.

NBB (2016), 'Een zwakke opleving van de investeringen in het eurogebied', Kader 3 in *Verslag 2015*, 74-78.

Truger A. (2015), *Implementing the Golden Rule for Public Investment in Europe: Safeguarding Public Investment and Supporting the Recovery, Welfare, Wealth, Work for Europe*, Policy Paper 22, March.

Summaries of articles

Monetary and fiscal policies in the euro area: Independent but connected

Before the onset of the financial and economic crisis in 2007, one seemed to know a good recipe for effective macroeconomic stabilisation. In a nutshell, an independent central bank with its interest rate instrument guarantees price stability and the fiscal authority, in order not to interfere, ensures that public finances are healthy. The crisis, however, challenged the standard policy framework, as the latter did not foresee the many interactions between monetary and fiscal policy that emerged during the crisis. This article discusses some of these interactions in the euro area and thus promotes better insight into the complex links between the two policy domains.

JEL codes: E52, E58, E61, E62, E63

Key words: euro area, monetary policy, fiscal policy, coordination, macroeconomic stabilization, inflation.

The distribution of household wealth in Belgium: Initial findings of the second wave of the Household Finance and Consumption Survey (HFCS)

The article draws on the preliminary findings of the second wave (2014) of the Household Finance and Consumption Survey (HFCS) to analyse the structure and distribution of household wealth in Belgium, and compares these with the findings of the first wave (2010) as pertaining to Belgium. All things considered, income and wealth distribution in Belgium have remained fairly stable. A comparison of survey findings for 2010 and 2014 reveals increased investment in – and loans attracted towards – other property, in addition to households' main residences. The survey also finds that households have shifted away from direct investment in the equity and bond markets and now have more investments in mutual funds. With such assets held almost exclusively by wealthier households, it is this particular group's portfolio decisions that determine this overall outcome. Income from capital – i.e. interest income, dividends and rental income – came down on average in the 2010-14 period, mainly due to lower interest rates. This type of income is primarily found in the wealthiest households. Survey findings reveal increased participation and higher outstanding amounts for all types of loans. A more detailed analysis points to potential pockets of risk in the mortgage market, particularly for single-parent families and to a lesser degree also single-person households.

JEL codes: D14, D31

Key words: Household Finance, Wealth Distribution, Income Distribution

(*) Voetnoot auteurs.

Belgium's inward and outward foreign direct investment

The article analyses the size and the economic impact of Belgium's foreign direct investment (FDI), both inward and outward. Outstanding FDI figures confirm Belgium's status as a small, open economy. However, a large proportion of that investment is capital in transit, partly owing to government initiatives which in past years aimed to attract FDI, particularly by means of tax incentives such as the notional interest deduction. In net terms, and thus excluding the impact of capital in transit, inward FDI exceeds outward FDI. This is an atypical situation for a developed economy with a substantial savings surplus.

Belgium's FDI relationships entail a loss of net income to the rest of the world. This adverse financial result is due partly to the low level of net outward FDI, but also to a relatively low return on Belgium's outward FDI. However, FDI relationships do have a favourable impact on Belgium's real economy. Firms receiving inward or engaging in outward FDI generally achieve higher productivity and make a positive contribution to Belgium's net exports. As regards employment in Belgium, the economic crisis affected jobs in Belgium-based subsidiaries of foreign groups to a much greater extent than jobs in Belgian parent companies and purely domestic firms.

JEL codes: F21, F23, F30, G30

Key words: foreign direct investment, investment income balance, multinationals, productivity

How to stimulate entrepreneurship in Belgium?

While the creation of businesses is very important for economic growth, Belgium's performance in that regard has been below the EU15 average for many years. The same can be said of the percentage of self-employed workers in the population of working age. As well as establishing that fact, this article tries to identify some of the reasons behind it.

Being multidimensional in character, entrepreneurship is influenced by numerous factors. They are grouped into five main categories. Belgium does fairly well in regard to market conditions, and is average in terms of the regulatory framework, access to finance, and entrepreneurial capabilities. However, in regard to its entrepreneurship culture, Belgium was at the bottom of the EU15 ranking between 2009 and 2015. That therefore appears to be one of the main factors explaining Belgium's poor performance in regard to setting up new businesses.

Consequently, it is vital to promote a positive view of entrepreneurship, helping to reduce the fear of failure and the associated stigma, and to encourage creativity and risk-taking. Stimulating the entrepreneurial culture requires an approach based on multiple channels, including schools and the media. Such a change of culture could make a significant contribution towards preserving and enhancing the future prosperity of Belgium.

JEL codes: L26, M13, O31

Key words: entrepreneurship, determinants, entrepreneurial culture

Why is investment in the euro area continuing to show only weak recovery?

Since the onset of the global financial crisis, investments in the euro area were cut dramatically and they have not yet returned to their pre-2008 levels. Low levels of investments do not merely depress demand – a highly cyclical component – but also undermine an economy's long-term growth potential. The article attempts to explain the recent evolution of euro area investment. More specifically, it investigates the factors hindering a capital spending revival and the European policy initiatives that have been taken to remedy the situation.

From both an international and a historical perspective – i.e. compared with previous post-crisis periods – we are looking at a highly unusual state of investment's recovery which drags on. There may possibly be a persistent component to the

shortfall, in as much as it is an adjustment to previously excessive spending, particularly by households on residential property. That said, business investment has also yet to stage a major recovery.

Focusing on business investment, it is apparent that subdued economic growth has combined with underutilised production resources to clearly reduce the necessity of such investment. But a weak business cycle alone does not explain business investment dynamics: this article draws on the accelerator model to demonstrate that a set of other factors also underlies the weak investment dynamics since 2012, e.g. uncertainty, financing restrictions, ongoing deleveraging and fragmentation of the financial markets.

In addition to these short-term factors, a number of structural changes have taken place in the past decades, changes that may have triggered more secular trends. This is a complex theme, however, and it is unclear what the impact on capital spending has been of globalisation and the shift to a service-based society in advanced economies. Demographic trends, and particularly population ageing, are claimed by some to necessitate less investment, but one might equally argue that more capital-intensive production practices should be implemented to offset negative effects on growth.

The euro area appears to be stymied in an unfavourable equilibria of slow economic growth and lagging investment. The Investment Plan for Europe attempts to break this adverse loop by increasing funding capacity through an investment fund, and by improving the general investment climate. Also known as the Juncker Plan, its aim was to generate € 315 billion of investments within three years – and a year on it looks more or less on track to achieve this aim. The same drive also saw the launch of the Capital Markets Union initiative, whose aim is to create a fully integrated European capital market in due course and which should make funding easier for SMEs. However, this initiative is still very much on the drawing board.

JEL codes: E22, E60,

Key words: investments, accelerator model, secular trends, Juncker Plan, euro area

Should public investment be boosted?

Public investment is currently at a low level in Belgium and in many other European countries. However, public investment has a very positive impact on economic activity and on an economy's production potential. It is therefore advisable to boost that investment, though of course without impairing the consolidation of public finances necessary to safeguard their sustainability.

The article offers an overview of public investment and the initiatives for promoting it. A first section analyses the components of public investment, describes the trend in that investment and compares the situation in Belgium with the European picture. A second section examines the macroeconomic impact of public investment and sets out numerous arguments explaining why that investment needs to be increased. The last section looks at the various possible ways of encouraging an increase in public investment, which is desirable in the current circumstances. The article ends with some conclusions.

As regards the statistical treatment of investment under the ESA 2010 methodological framework, the basic rules are clear and it is not desirable to redraft them. As regards the application of the European fiscal rules under the Stability and Growth Pact, serious consideration should be given to revising the way in which public investment is taken into account, with a view to more favourable treatment of that expenditure. This could be done by replacing investment expenditure with the amortisation of public investments when determining the relevant budget balance.

JEL codes: E22, E60, E61, E62, H50, H54, H60

Key words: public investment, investment multipliers, Stability and Growth Pact, Belgium, Europe.

Abstracts from the Working Papers series

299. Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports, Liège port complex and the port of Brussels – Report 2014 by G. Van Gastel, June 2016

The paper is an annual publication issued by the Microeconomic Analysis service of the National Bank of Belgium and provides an extensive overview of the economic importance and development of the Flemish maritime ports, the Liège port complex and the port of Brussels for the period 2009-2014, with an emphasis on 2014. Focusing on the three major variables of value added, employment and investment, the report also provides some information based on the social balance sheet and an overview of the financial situation in these ports as a whole. These observations are linked to a more general context, along with a few cargo statistics.

300. Misalignment of productivity and wages across regions? Evidence from Belgian matched panel data by F. Rycx, Y. Saks, I. Tojerow, July 2016

The paper is one of the first to estimate how the region in which an establishment is located affects its productivity, wage cost and cost competitiveness (i.e. its productivity-wage gap). To do so, the authors use detailed linked employer-employee panel data for Belgium and rely on methodological approaches from both Hellerstein and Neumark (1995) and Bartolucci (2014) to estimate dynamic panel data models at the establishment level. Their findings show that inter-regional differences in productivity and wages are significant but vanish almost totally, both in industry and services, when controlling for a wide range of covariates, establishment fixed effects and endogeneity. Thus, their results suggest that wage cost and productivity differentials are *ceteris paribus* relatively well aligned across regions.

Conventionele tekens

%	procent
bv.	bijvoorbeeld
d.w.z.	dat wil zeggen
enz.	enzovoort
i.e.	id est
nl.	namelijk
p.m.	pro memorie
t.o.v.	ten opzichte van

Lijst van afkortingen

Landen

BE	België
DE	Duitsland
EE	Estland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
CY	Cyprus
LT	Litouwen
LU	Luxemburg
LV	Letland
MT	Malta
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
SI	Slovenië
SK	Slowakije
FI	Finland
DK	Denemarken
SE	Zweden
EA	Eurogebied
EU	Europese Unie
EU15	Europese Unie, met uitzondering van de landen die na 2003 zijn toegetreden
UK	Verenigd Koninkrijk
JP	Japan
US	Verenigde Staten

BR	Brussel
VL	Vlaanderen
WL	Wallonië

Andere

ABSPP	Asset-backed securities purchase programme – Programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa
ADS	Algemene Directie Statistiek
APP	Asset purchase programme – Programma voor de aankoop van activa
AWM	Area Wide Model
BLS	Bank Lending Survey
BBP	Bruto Binnenlands Product
BDI	Buitenlandse directe investeringen
BNP	Bruto Nationaal Product
BPM6	6 ^{de} editie van het betalingsbalanshandboek
BRIC	Brazilië, Rusland, India en China
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CBPP3	Third covered bond purchase programme – derde programma voor de aankoop van gedekte obligaties
CMU	Capital Markets Union
CSPP	Corporate sector purchase programme – programma voor de aankoop van bedrijfsactiva
DTA	Debt-to-asset ratio
DTI	Debt-to-income ratio
DSTI	Debt-service-to-income ratio
EAGLE	Euro area and global economy
EAK	Enquête naar de arbeidskrachten
EAPP	Expanded asset purchase programme – Uitgebreid programma voor de aankoop van activa
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
ECOFIN	Raad Economische en Financiële Zaken
EFSI	Europees Fonds voor strategische investeringen
EIB	Europese Investeringsbank
EIF	Europees Investeringsfonds
ELTIF	Europese beleggingsfondsen op lange termijn
EMU	Economische en Monetaire Unie
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESM	Europees Stabiliteitsmechanisme
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
FOD	Federale Overheidsdienst
FOD WASO	Federale Overheidsdienst Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg
GEM	Global Entrepreneurship Monitor
GOS	Gemenebest van Onafhankelijke Staten
G20	Groep van twintig

HFCN	Household Finance and Consumption Network
HFCS	Household Finance and Consumption Survey
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
ICT	Informatie- en communicatietechnologie
IIP	Internationale investeringspositie
IMD	International Institute for Management Development
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de nationale rekeningen
KMO	Kleine of middelgrote onderneming
MTO	Middellangetermijndoelstelling
NBB	Nationale Bank van België
NIIP	Netto internationale investeringspositie
NMBS	Nationale Maatschappij der Belgische Spoorwegen
NPB	National Promotional Banks
NV	Naamloze Vennootschap
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OMT	Outright monetaire transacties
PMV	Participatiemaatschappij Vlaanderen
PSPF	Public sector purchase programme – Programma voor de aankoop van overheidsactiva
R&D	Research and Development
RSVZ	Rijksinstituut voor de sociale verzekeringen der zelfstandigen
SAFE	Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises
SGP	Stabiliteits- en groeipact
SPF	Survey of professional forecasters
STRI	Services Trade Restrictiveness Index
TEA	Total early-stage entrepreneurial activity
TLTRO	Targeted longer-term refinancing operation – Gerichte langerlopende herfinancieringstransacties
UNCTAD	Conferentie van de Verenigde Naties inzake handel en ontwikkeling
WEF	World Economic Forum

Nationale Bank van België
Naamloze vennootschap
RPR Brussel – Ondernemingsnummer: 0203.201.340
Maatschappelijke zetel: de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel
www.nbb.be



Verantwoordelijk uitgever

Jan Smets

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 september 2016

