

Economisch Tijdschrift

December 2017



© 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

Economisch Tijdschrift

December 2017



Inhoud

ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR BELGIË – NAJAAR 2017	7
WORDEN BANKKREDIETEN AAN GOED PRESTERENDE BEDRIJVEN VERLEEND?	31
HET NEGATIEVERENTEBELEID IN HET EUROGEBIED EN HET AANBOD VAN BANKKREDIET	45
NAAR EEN NIEUWE BELEIDSMIX IN HET EUROGEBIED?	67
GROEIEN OM TE OVERLEVEN? EEN PORTRET VAN DE SNEL GROEIENDE JONGE ONDERNEMINGEN IN BELGIË	99
RECENT VERLOOP VAN DE FINANCIËLE SITUATIE VAN DE ONDERNEMINGEN EN VAN DE DEELNEMINGSVERHOUDINGEN	121
ABSTRACT FROM THE WORKING PAPERS SERIES	151
CONVENTIONELE TEKENS	153
LIJST VAN AFKORTINGEN	155

Economische projecties voor België – Najaar 2017

Inleiding

Zoals verwacht, is de wereldeconomie in de eerste twee kwartalen van 2017 relatief krachtig gegroeid. Volgens de eerste kwartaalstatistieken en vooruitlopende indicatoren voor enkele belangrijke landen, lijkt dit groeitempo in de tweede helft van het jaar minstens te hebben aangehouden. In de gemeenschappelijke hypothesen voor deze projecties, die zijn vastgelegd op 23 november 2017 en waarvan de belangrijkste worden beschreven in Kader 1, wordt ervan uitgegaan dat de wereldgroei buiten het eurogebied op jaarbasis eerst nog licht zal aantrekken, maar daarna, vanaf 2018, wat zal afkalven. Dit laatste is een gevolg van de geleidelijke vertraging in bepaalde geavanceerde landen, die niet helemaal wordt tenietgedaan door de aantrekkende groei in bepaalde opkomende markten, zoals het verwachte verdere herstel van de Braziliaanse economie.

De wereldhandel is in de eerste jaarhelft sterk opgeveerd: de groei van de mondiale handelsstromen was, volgens de eerste gegevens daarover, zelfs bijna dubbel zo krachtig als die van het wereld-bbp. Dat is een wijd verspreid fenomeen en lijkt verband te houden met onder meer het herstel van de investeringen, die een hoge invoerintensiteit hebben. De combinatie van de opleving in de opkomende markten en de toenemende aanbodrestricties in bepaalde geavanceerde landen kan ook aanleiding geven tot een verdere uitbreiding van de internationale productieketens. De forse expansie van de handel maakt de wereldgroei robuuster en minder afhankelijk van de situatie in bepaalde individuele landen. In de gemeenschappelijke assumpties voor deze Eurosysteem-ramingen wordt er, net als in de recentste prognoses van de internationale instellingen, evenwel van uitgegaan dat dit ook ten dele voortspruit

uit bepaalde eenmalige factoren en wordt rekening gehouden met een geleidelijke terugval van de handelsintensiteit van de groei in de projectieperiode, zodat de groei van de handel weer nauwer zal aansluiten bij die van het mondiale bbp. De achterliggende idee is dat bepaalde factoren die deze handelsintensiteit in het verleden hebben verhoogd, bijvoorbeeld de voortschrijdende handelsliberalisering, dat in de toekomst naar verwachting minder zullen doen. De financiële markten zijn de afgelopen maanden in rustig vaarwater gebleven. De ingezette verstrakking van het monetair beleid in de Verenigde Staten en de aankondiging van het terugschroeven van de kwantitatieve verruiming in het eurogebied vanaf januari 2018, alsook de nog bestaande geopolitieke risico's hebben vooralsnog opvallend weinig volatiliteit teweeggebracht. De aandelenkoersen zijn verder sterk gestegen. Dat weerspiegelt de gunstige winstvooruitzichten, maar wellicht ook de zoektocht van beleggers naar rendement, waarbij overigens ook de prijzen van andere activa, zoals vastgoed, flink opveren. In het eurogebied blijven de rentetarieven dicht tegen hun historisch dieptepunt, ook al omdat de inflatie nog weinig toegenomen is. De olieprijs is sinds medio dit jaar vrij sterk gestegen. Gelet op de verlenging van de bestaande productiebeperkingen en de slechts tijdelijke weerslag van extreme weerfenomenen op vooral de Amerikaanse productie, weerspiegelt dit hoofdzakelijk de aantrekkende wereldvraag naar olie, die samenhangt met de gunstige mondiale conjunctuur. De belangrijkste ontwikkeling vond evenwel plaats op de valutamarkten, waar de euro sinds de zomer duidelijk is geapprecieerd, wat mee voortvloeit uit de relatieve bijstelling van de groei(vooruitzichten) voor het eurogebied.

Uit de recentste statistieken blijkt dat de bedrijvigheid in het eurogebied sinds de herfst van vorig jaar namelijk

nog duidelijk is versneld en in de laatste vier kwartalen met gemiddeld 0,6% is toegenomen. De reële bbp-groei zou dit jaar uitkomen op 2,4%, wat de sterkste expansie is in tien jaar tijd. De groei trok aan in zowel Duitsland als Frankrijk en bleef zeer krachtig in Spanje en Nederland, terwijl ook de Italiaanse economie recentelijk wat aan vaart lijkt te winnen, al blijft de expansie daar duidelijk onder het gemiddelde van het eurogebied. De meest relevante kortetermijnindicatoren, zoals die inzake het ondernemersvertrouwen, blijven voor het eurogebied voor de nabije toekomst op een heel gunstige conjunctuur wijzen en de groei zou in het laatste kwartaal van dit jaar nagenoeg ongewijzigd blijven. Volgens de nieuwe, ditmaal tot 2020 lopende ramingen van het Eurosysteem – waarvan de in dit artikel beschreven voorjaarsprognoses deel uitmaken en die zijn afgesloten op 30 november – zou de bedrijvigheid in het eurogebied daarna wel geleidelijk vertragen. Dat wordt veroorzaakt door de bovenvermelde afnemende dynamiek van de wereldgroei en -handel, waardoor de buitenlandse vraag geleidelijk vertraagt, maar ook door aanbodbeperkingen op de arbeidsmarkt die in sommige belangrijke landen de groei drukken. Op jaarbasis zou de groei in het eurogebied gestaag teruglopen tot 1,7% tegen 2020. De inflatie in het eurogebied wordt dit jaar aangewakkerd door de stijgende energieprijzen. Geschoond voor deze en andere volatiele componenten, neemt de onderliggende inflatie, in overeenstemming met de stijgende binnenlandse kostendruk, gedurende de hele projectieperiode toe, maar zou ze eind 2020 nog onder 2% uitkomen.

Wat België betreft, zijn de macro-economische ramingen nauwelijks herzien ten opzichte van de voorjaarsprognoses. Vooral ten gevolge van de gewijzigde kwartaalstatistieken voor de eerste jaarhelft is de groeiëraming voor dit jaar licht opwaarts bijgesteld tot 1,7%. Daarna loopt de groei geleidelijk terug tot 2020, vooral ten gevolge van de afkoeling in de investeringscyclus van de ondernemingen en de traditionele post-electorale terugval van de lokale overheidsinvesteringen. Het sinds 2015 bestaande negatieve groeiverschil tussen België en het eurogebied wordt kleiner, maar verdwijnt niet volledig in de projectieperiode.

De werkgelegenheid is in 2017, mede door herzieningen van de eerste kwartaalstatistieken, duidelijk boven onze voorjaarsprognoses uitgekomen en ze is zelfs nog verder aangetrokken in vergelijking met 2016. Dit houdt in dat de toename van de werkgelegenheid nu al gedurende twee jaar bijna even groot is als die van de bedrijvigheid. Dat is heel ongewoon bij een aantrekkende conjunctuur en het lijkt weinig twijfel dat de jobcreatie aangedreven is door de recente beleidsmaatregelen, meer bepaald de

loonkostenmatiging, die arbeid relatief goedkoper maakt, en door bepaalde structurele hervormingen van de arbeidsmarkt die het effectieve arbeidsaanbod verruimen. De sterke werkgelegenheidsëgroei gaat overigens gepaard met een toenemende participatieëgraad van vooral oudere werknemers, die door de diverse hervormingen langer actief blijven op de arbeidsmarkt. Toch gaan de huidige prognoses er nog steeds van uit dat de extra stimulus van die maatregelen zal wegebben en dat de werkgelegenheid zal vertragen, niet alleen omdat de loonkosten weer opveren maar ook door de toenemende impact van aanbodbeperkingen op de arbeidsmarkt – zoals nu reeds blijkt uit het stijgende aantal openstaande vacatures –, waardoor het steeds moeilijker zal worden voor ondernemingen om geschikte arbeidskrachten te vinden. De werkloosheidsëgraad zou verder dalen tot net onder 7%, wat dicht aansluit bij het peil van net vóór de grote recessie.

De inflatie, die dit jaar op 2,2% uitkomt, zal in 2018 sterk terugvallen tot zowat 1,6%. Ze wordt daarbij gematigd door diverse elementen, met name de veronderstelde afvlakking van de olieëprijzen en de impact van de recente appreciatie van de euro, die invoer goedkoper maakt, alsook het afschaffen, vanaf 1 januari 2018, van de energieëheffing op het huishoudelijk elektriciteitsverbruik in het Vlaams Gewest. De onderliggende inflatie neemt in de projectieperiode wel geleidelijk toe, maar de sterk opverende loonkosten zouden, net als in het verleden, niet volledig in de prijzen worden doorberekend, maar veeleer leiden tot een matiging van de winstmarges.

Wat de overheidsfinanciën betreft, ten slotte, neemt het begrotingstekort in 2017 veel sterker af dan verwacht, namelijk tot 1,2% bbp. Dat heeft vooral te maken met de sterke toename van de voorafbetalingen door de vennootschappen en, in mindere mate, met het gunstige effect op de overheidsontvangsten en -uitgaven van de krachtiger werkgelegenheidsëgroei. Het begrotingsdeficit zou de komende jaren wel weer toenemen: de verslechtering van het primair overschot zou immers slechts ten dele worden gecompenseerd door de verdere daling van de rentelasten. Aan het einde van de projectieperiode zou het tekort nog 1,5% belopen, wat ver verwijderd blijft van de doelstelling van een begroting in evenwicht in structurele termen. De schuldratio van de overheid neemt wel geleidelijk af, maar de schuld is aan het einde van de projectieperiode nog steeds hoger dan het bbp. Daarbij zij eraan herinnerd dat, overeenkomstig de regels van het Eurosysteem voor dergelijke projectieëoefeningen, enkel rekening wordt gehouden met de maatregelen die de overheid op de afsluitingsdatum van de ramingen reeds voldoende heeft gepreciseerd en formeel goedgekeurd, of die ze zeer waarschijnlijk zal goedkeuren. Bovendien

wijken de ramingen van de begrotingsimpact van bepaalde maatregelen, zoals die inzake fraudebestrijding, af van de in de begroting opgenomen bedragen.

1. Internationale omgeving en hypothesen

1.1 Wereldeconomie

Na een opleving in de tweede helft van 2016 nam de wereldwijde economische groei in 2017 verder toe. De groei kreeg ook een bredere geografische basis, zowel in de geavanceerde als in de opkomende economieën. In de geavanceerde economieën werd de intensiteit van de bedrijvigheid ondersteund door het nog steeds accommoderend monetair beleid en een vertrouwensherstel bij huishoudens en bedrijfsleiders. Ze berustte voor een zeer groot deel op de dynamiek van de binnenlandse vraag en, meer in het bijzonder, op een sterke opleving van de investeringen. In de opkomende economieën versterkte de groei iets matiger, maar de verschillen tussen de landen zijn aanzienlijk verkleind. De verbetering van de mondiale macro-economische vooruitzichten ging gepaard met een opleving van de wereldhandel en een forse stijging van de waardering van de activa op de wereldmarkten. De grondstoffenprijzen vertoonden daarentegen een meer volatiel verloop.

In de opkomende landen trok de sterke groei van de Chinese economie nog licht aan. De economische bedrijvigheid trok profijt van een krachtige exportgroei, die de lichte vertraging van de binnenlandse vraag ruimschoots compenseerde. De particuliere consumptie bleef relatief stabiel, terwijl de investeringen enigszins afnamen, waardoor een aanzienlijke productiecapaciteit onbenut bleef. Het begrotingsbeleid bleef relatief expansief, wat in het bijzonder tot uiting kwam in hoge overheidsinvesteringen. De People's Bank of China bleef een 'neutrale' monetairbeleidskoers varen. Tegen de achtergrond van een hoge schuldenlast en verhoogde risico's voor de financiële stabiliteit namen de Chinese autoriteiten echter nieuwe maatregelen om de voortdurende kredietexpansie een halt toe te roepen.

De bedrijvigheid in de landen die grondstoffen – en meer in het bijzonder fossiele brandstoffen – exporteren, bleef over het geheel genomen gebukt gaan onder de aanhoudend lage grondstoffenprijzen, hoewel die boven het gemiddelde van 2016 uitstegen. Brazilië en Rusland knoopten echter opnieuw aan bij een positieve groei, na twee jaren van diepe recessie. In Brazilië werd het herstel aanvankelijk geschraagd door de landbouw, waarna het versterkte en

zich uitbreidde naar de andere economische sectoren, en de daling van de inflatie ondersteunde er de consumptieve vraag van de huishoudens. In Rusland won de economie vanaf eind 2016 geleidelijk aan kracht als gevolg van de stijgende olieprijs, de stabilisatie van de roebel en de aanhoudende daling van de inflatie. Zowel de consumptie als de investeringen van de particulieren droegen aan de opleving bij in een context van duidelijk vertrouwensherstel en verbeterde financieringsvoorwaarden. In India hebben de effecten van de maatregelen die werden genomen om de schaduw economie in te perken, zoals de demonetisatie, en van de harmonisering van de belasting op goederen en diensten de groei daarentegen gedrukt; hij zou er dit jaar naar verwachting iets onder de 7% uitkomen.

Wat de geavanceerde economieën betreft, veerde de bedrijvigheid in de Verenigde Staten in 2017 op, wat aan de reeds aantrekkelijke arbeidsmarkt nog kracht bijzette. Geschraagd door een uitgesproken toename van de investeringen, ging de groei geleidelijk stijgen; in het derde kwartaal bereikte hij 3,3% op jaarbasis. Onder invloed van de werkgelegenheidscreatie daalde de werkloosheidsgraad in november opnieuw tot zijn peil van begin jaren 2000, namelijk 4,1%. De particuliere consumptie bleef robuust, en werd vooral ondersteund door de vermogenseffecten die gepaard gaan met de goede resultaten op de activamarkten, en door de, zij het nog steeds gematigde, loonstijging. Ondanks die gunstige ontwikkelingen bleef de inflatie onder haar doelstelling en bleven de inflatieverwachtingen relatief laag.

In Japan versnelde de economische groei tegen een achtergrond van zeer accommoderende financieringsvoorwaarden en belangrijke overheidsmaatregelen ter ondersteuning van de economie. De stijging van de uitvoer als gevolg van de opleving van de internationale handel schraagde de investeringen, terwijl de consumptie voordeel haalde uit een nieuwe gunstige ontwikkeling van de werkgelegenheid. Ongerekend de energie- en voedselprijzen bleef de inflatie echter dicht bij nul, wat blijkbaar vooral te maken heeft met de grote voorzichtigheid van de Japanse ondernemingen bij de loonvorming en de prijszetting. Ondanks een werkloosheidsgraad van minder dan 3%, een groeiend tekort aan arbeidskrachten en sterk oplopende bedrijfswinsten, stegen de lonen nauwelijks in reële termen.

In het Verenigd Koninkrijk begon de economie eind 2016 te vertragen, na de aanvankelijke veerkracht die volgde op de stemming, op 23 juni 2016, ten gunste van een uittreding uit de Europese Unie. De bedrijfsinvesteringen bleven matig als gevolg van de onzekerheid over de beslissing om de Europese Unie te verlaten, en de particuliere consumptie leed in het bijzonder onder de daling van

de koopkracht. Die daling hangt meer bepaald samen met de sterke stijging van de inflatie als gevolg van de forse depreciatie van het Brits pond in de loop van 2016. De val van het Brits pond schraagde daarentegen de uitvoer die er, in tegenstelling tot de invoer, flink op vooruitging. Daardoor bleef de groeivertraging beperkt en dankzij de aanhoudend sterke banencreatie kon de werkloosheidsgraad opnieuw teruglopen tot minder dan 4,5 %.

In het eurogebied trok de economische groei in 2017 aan. Hij werd voornamelijk geschraagd door de binnenlandse vraag en breidde zich uit over de verschillende landen en sectoren. Hoewel de particuliere consumptie gedrukt werd door de zwakke loongroei, trok ze profijt van een nieuwe opleving op de arbeidsmarkten, met een totale werkloosheidsgraad die daalde tot 8,8 % in oktober, zijn laagste peil sinds negen jaar. De investeringen konden steunen op de nog steeds gunstige financieringsvoorwaarden, alsook op een toename van het ondernemersvertrouwen, een grotere winstgevendheid en een versteviging van de totale vraag. Tegen de achtergrond van een opleving van de internationale handel is de uitvoer aanzienlijk gestegen. De duidelijke verbetering van de macro-economische vooruitzichten voor het eurogebied werd gestaafd door de vooruitgang inzake de balanssanering bij de banken, al blijven hier en daar aanzienlijke probleemleningen uitstaan.

Ondanks nog steeds grote onderlinge verschillen, droegen alle landen van het eurogebied bij aan de economische expansie die er in 2017 werd opgetekend. Terwijl de economische groei zich in Duitsland en Nederland consolideerde, won hij in Frankrijk en Italië aan kracht. In Spanje bleef de bedrijvigheid robuust, waardoor het bbp boven zijn niveau van vóór de crisis kon uitstijgen.

Nadat de totale inflatie in het eurogebied in april 1,9 % had bereikt, voornamelijk als gevolg van de stijging van de energieprijzen, liep ze opnieuw terug. Met 1,5 % in november bleef ze vrij ver onder de doelstelling van de ECB, namelijk dicht bij 2 %. De onderliggende inflatie, dat is de inflatie ongerekend voedsel- en grondstoffenprijzen, liep in de loop van het jaar tijdelijk op; in april en tijdens de zomer bereikte ze 1,2 %. Als gevolg van een nog steeds zwakke dynamiek inzake prijszetting en loonvorming is ze de laatste maanden echter gedaald tot slechts 0,9 % in november.

Na een sterke vertraging in 2016 gingen de mondiale handelsstromen zich vanaf het laatste kwartaal van 2016 herstellen. De groei van het mondiale handelsverkeer overtrof ook opnieuw in aanzienlijke mate die van de bedrijvigheid. De sterkere handelsdynamiek kwam zowel in de geavanceerde als in de opkomende economieën

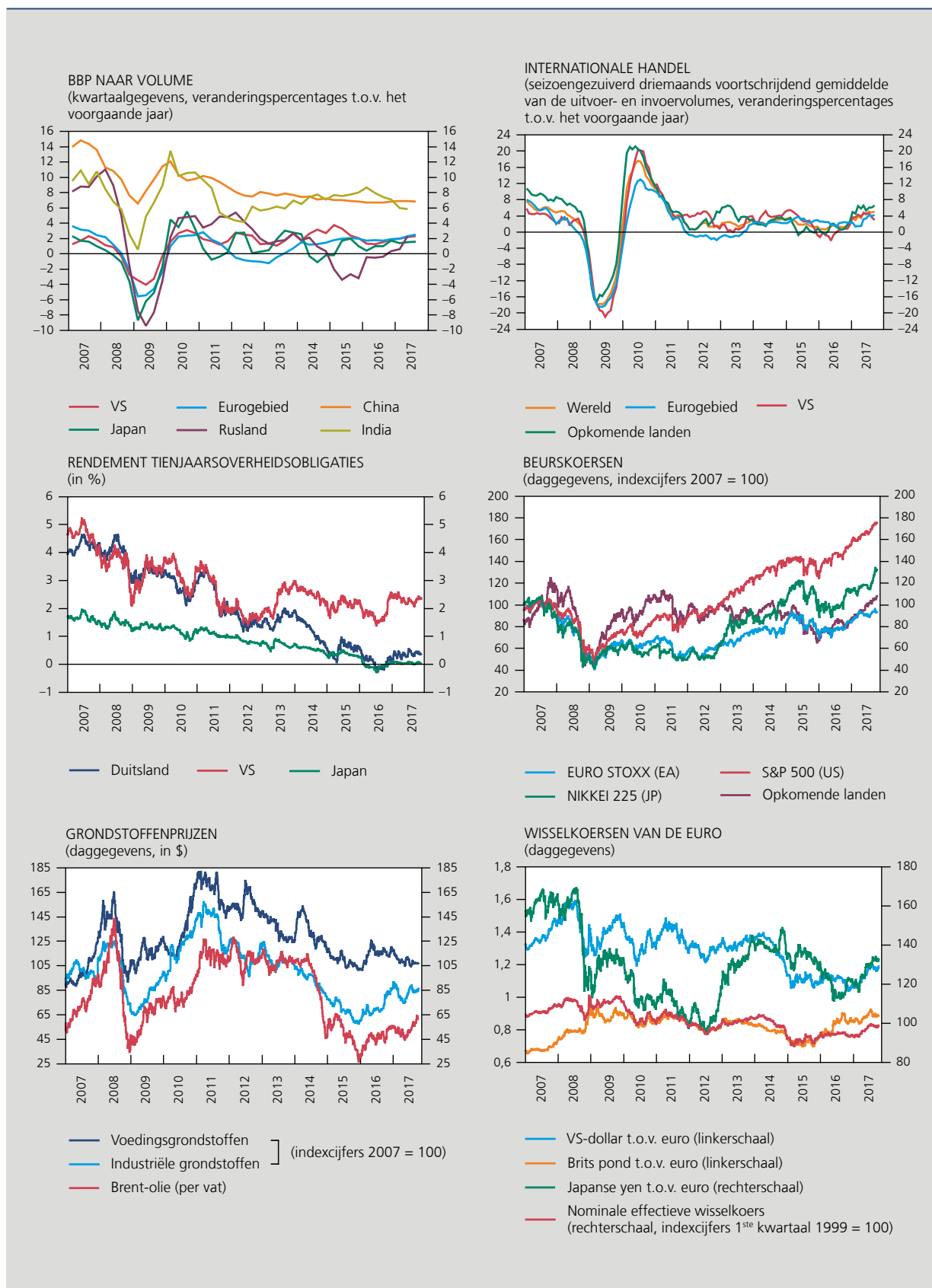
voor. Ze wijst op de stijging van de wereldvraag en, meer in het bijzonder, van de investeringen waarvan het invoergehalte relatief hoog is. Naast de herwonnen dynamiek in het eurogebied, waar het handelsverkeer bijzonder intens is, speelde de toename van de groei in China en in de Verenigde Staten een belangrijke rol. De stijging van de Chinese uitvoer wakkerde de handel tussen de Aziatische landen aan, terwijl in de Verenigde Staten het herstel van de olieprijs de opleving van de investeringen in de energiesector ondersteunde.

Onder impuls van bemoedigend macro-economisch nieuws en het nog steeds accommoderend monetair beleid, vertoonden de financiële markten wereldwijd een gunstige ontwikkeling. De hernieuwde risicobereidheid ging gepaard met een matiging van de volatiliteit in de voornaamste marktsegmenten, en meer specifiek op de obligatiemarkten. Ondanks enkele maatregelen en signalen die wijzen op of een voorbode zijn van een begin van monetaire verstrakking in de meeste geavanceerde economieën, bleven de rendementen op langlopende overheidsobligaties laag en stabiel in een klimaat van geringe inflatie. De aandelenmarkten zetten sterke prestaties neer, terwijl de rendementsecarts op bedrijfsobligaties opnieuw versmalde. In het eurogebied namen de rendementsecarts op overheidsobligaties geleidelijk verder af tegen de achtergrond van het algemene herstel. Ook het sentiment ten aanzien van de opkomende economieën bleef verbeteren en de aantrekkingskracht van een hoog rendement stimuleerde de instroom van kapitaal.

Op de valutamarkt had de onzekerheid over de ontwikkeling van het Amerikaans macro-economisch beleid – zowel het monetair als het begrotingsbeleid – een negatieve invloed op de Amerikaanse dollar, die in waarde is gedaald ten opzichte van de meeste valuta's van de geavanceerde en de opkomende economieën. Als gevolg van de goede macro-economische resultaten van het eurogebied en in het vooruitzicht van een zeer geleidelijke verkrapping van het monetair beleid van het Eurosysteem steeg de euro daarentegen in effectieve termen.

Nadat de olieprijs eind 2016 de grens van \$ 60 per vat was genaderd, zakte hij in de eerste helft van het jaar met bijna 15 %, en dat ondanks de beslissing van de OPEC en sommige andere exporteurs om de eind 2016 overeengekomen productiebeperkingen te verlengen tot maart 2018. In de tweede helft van het jaar liet de prijs van ruwe olie echter een zeer duidelijke stijging optekenen tot bijna \$ 65 per vat in de herfst. Een sterke vraag in Europa en de Verenigde Staten, in combinatie met de toegenomen politieke onzekerheid in Saoedi-Arabië, het grootste olie-exporterende land ter wereld, droeg in hoge mate aan die stijging bij. Tenslotte hebben

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN DE WERELDECONOMIE EN ONTWIKKELINGEN OP DE FINANCIËLE EN DE GRONDSTOFFENMARKTEN



Bronnen: CPB Wereldhandelsmonitor, OESO, Thomson Reuters Datastream.

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

	2016	2017 r	2018 r	2019 r
Bbp naar volume				
Wereld	3,2	3,5	3,7	3,7
waarvan:				
Geavanceerde landen	1,8	2,4	2,2	2,1
Verenigde Staten	1,5	2,2	2,3	2,1
Japan	1,0	1,6	1,2	1,0
Europese Unie	1,9	2,3	2,1	1,9
Opkomende landen	4,3	4,5	4,8	4,9
China	6,7	6,8	6,5	6,2
India	7,9	6,6	7,5	7,6
Rusland	-0,2	1,7	1,6	1,5
Brazilië	-3,6	0,7	1,8	2,0
<i>p.m. Wereldinvoer</i>	2,4	4,3	4,3	4,2
Inflatie⁽¹⁾				
Verenigde Staten	1,3	2,0	2,1	2,2
Japan	-0,1	0,4	0,8	1,2
Europese Unie	0,3	1,7	1,7	1,8
Werkloosheidsgraad⁽²⁾				
Verenigde Staten	4,9	4,5	4,3	4,1
Japan	3,1	2,9	2,8	2,7
Europese Unie	8,6	7,8	7,3	7,0

Bron: EC.

(1) Consumptieprijsindex.

(2) In % van de beroepsbevolking.

ook de verwachtingen omtrent een verlenging van het bovenvermelde OPEC-akkoord, waartoe uiteindelijk op 30 november werd beslist (i.e. een verlenging van het akkoord tot eind 2018) de prijzen aan het einde van het jaar verder opgedreven. Ook de grondstoffenprijzen ongerekend energie daalden in de eerste jaarhelft, alvorens

in de tweede helft van het jaar weer enigszins te stijgen. Dat was met name het geval voor de metaalprijs, die in hoge mate profijt trok van de verbetering van het economisch klimaat en, meer in het bijzonder, van de grotere dynamiek van de Chinese economie. De landbouwprijzen bleven over het algemeen stabiel.

Kader 1 – Hypothesen voor de projecties

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

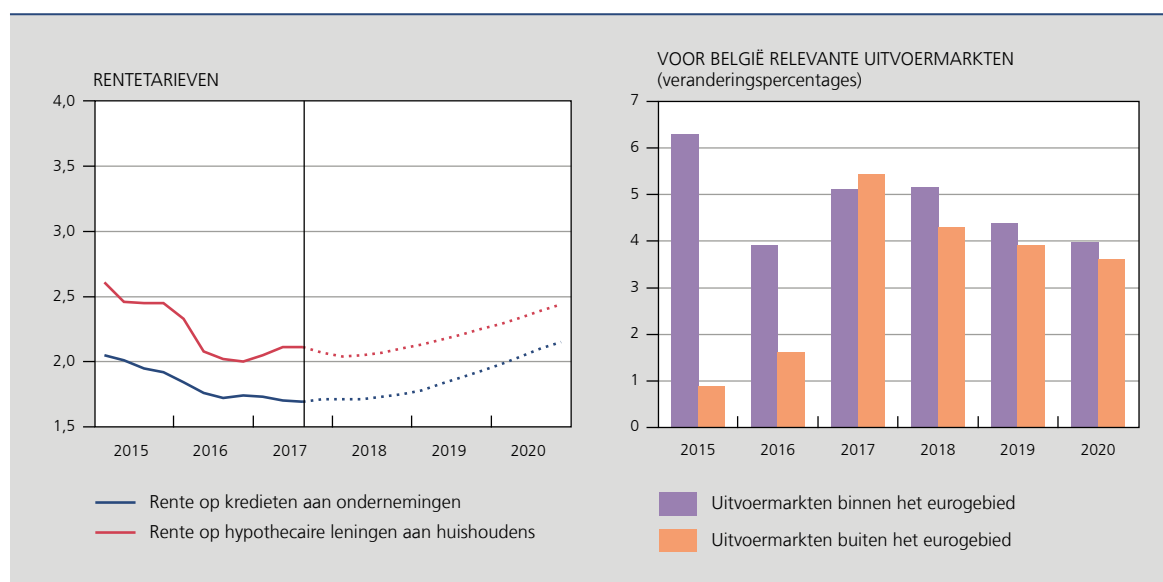
Bij de bepaling van de toekomstige wisselkoersen wordt ervan uitgegaan dat deze voor de volledige projectieperiode constant zullen blijven op het peil dat gemiddeld werd opgetekend tijdens de laatste tien werkdagen vóór de vastlegging van de hypothesen op 23 november 2017. Wat de Amerikaanse dollar betreft, gold toen een wisselkoers van \$ 1,17 voor 1 euro. Dat impliceert een duidelijke appreciatie van de euro ten opzichte van het gemiddelde niveau in 2016.

Voor de toekomstige prijzen van minerale oliën wordt, zoals gewoonlijk, rekening gehouden met de marktverwachtingen die blijken uit de termijncontracten op de internationale markten. Medio november 2017 verwachtten de markten dat de prijs van een vat Brent-olie opnieuw vrij fors zou toenemen naar het jaareinde toe, om dan vanaf begin 2018 een licht neerwaartse beweging in te zetten.

Ook de hypothesen met betrekking tot de rentetarieven berusten op marktvooruitzichten van medio november 2017. De rente op driemaands interbancaire deposito's blijft al ruim anderhalf jaar stabiel op zowat -30 basispunten, maar ze zou zeer geleidelijk opklimmen en tegen het einde van de projectieperiode de nulgrens opnieuw overschrijden. Het peil van de Belgische lange rente zou fors aantrekken, van 0,8% in het derde kwartaal van 2017 tot gemiddeld 1,3% in 2020.

RENTETARIEVEN EN VOLUME-GROEI UITVOERMARKTEN

(in %)



Bron: Eurosysteem.

Het verwachte verloop van de rentes die banken toepassen op investeringskredieten van ondernemingen en op hypothecaire kredieten van particulieren, kan echter enigszins afwijken van dat van de markrentes. Zo is de gemiddelde hypothecaire rente, mede door het sterk accommoderend monetair beleid van de ECB en de daaruit voortvloeiende overvloedige liquiditeit, historisch laag. Ze zou evenwel geleidelijk oplopen van gemiddeld 2,1 % in 2017 tot 2,4 % tegen het einde van de projectieperiode. Ook de gemiddelde rente op kredieten aan ondernemingen, die nauwer aansluit bij het kortetermijnsegment, zou over de projectieperiode licht toenemen: in 2020 zou ze op gemiddeld 2,1 % uitkomen, of ongeveer 0,4 procentpunt boven het gemiddelde peil van 2017.

Zoals vermeld in hoofdstuk 1, is de wereldeconomie duidelijk aangetrokken. De handelstromen zijn daarbij veel sterker opgeveerd dan het mondiale bbp. Het sterke jaareinde van 2016 en het sterke begin van 2017 worden echter voor een deel als uitzonderlijk beschouwd en de mondiale invoergroei zou volgens de gemeenschappelijke assumpties van het Eurosysteem dan ook geleidelijk terugkeren naar een tempo dat meer in de lijn ligt van dat van de mondiale bedrijvigheid. Toch geneeert de gunstige start van het jaar alvast een aanzienlijke jaargroei van onze afzetmarkten in 2017, die met ruim 5 % het snelste groeitempo in zes jaar tijd laten optekenen. Wat de verdere projectieperiode betreft, zou de groei van de Belgische afzetmarkten dan weer wat afkalven, ook al door de vertraging in het eurogebied zelf, tot een nog robuust tempo van gemiddeld 3,8 % in 2020.

Het verloop van de Belgische uitvoer wordt niet alleen bepaald door de groei van die afzetmarkten, maar ook door het verloop van de marktaandeelen en, bijgevolg, door het Belgische concurrentievermogen. Wat de kostenaspecten van dat concurrentievermogen betreft, is het verloop van de door concurrenten op de uitvoermarkten gehanteerde prijzen van belang. In 2018 vertaalt de duurdere euro zich in een relatief beperkte prijsstijging bij de concurrent-uitvoerders buiten het eurogebied. In de daaropvolgende jaren leidt de aantrekkende inflatie – in het eurogebied maar ook elders – bij een constant geachte wisselkoers opnieuw tot een sterkere prijsdruk bij de concurrenten van de Belgische uitvoerders.

HYPOTHESEN BIJ DE PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM

(in %, tenzij anders vermeld)

	2017	2018	2019	2020
	(jaargemiddelden)			
Wisselkoers van de euro t.o.v. de Amerikaanse dollar	1,13	1,17	1,17	1,17
Aardolieprijs (Amerikaanse dollar per vat)	54,3	61,6	58,9	57,3
Driemaands interbancaire rente in euro	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Rente op tienjaars obligaties van de Belgische Staat	0,7	0,8	1,0	1,3
Rente op kredieten aan ondernemingen	1,7	1,7	1,9	2,1
Rente op hypothecaire leningen aan huishoudens	2,1	2,1	2,2	2,4
	(veranderingspercentages)			
Voor België relevante uitvoermarkten	5,3	4,8	4,2	3,8
Prijzen van de concurrenten bij de uitvoer	2,2	0,3	2,0	2,1

Bron: Eurosysteem.

1.2 Ramingen voor het eurogebied

De huidige groeiramingen van het Eurosysteem voor het eurogebied zijn duidelijk opwaarts bijgesteld in vergelijking met de vorige projecties van de ECB van september 2017. De bedrijvigheid is in de loop van dit jaar al sterker toegenomen dan verwacht en gelet op de sterke uitbreiding van de handelsvolumes werd de invoervraag van buiten het eurogebied zeker voor de eerste helft van de projectieperiode naar boven herzien.

De economie in het eurogebied zou dit jaar met 2,4 % groeien en volgend jaar nauwelijks vaart verliezen. Daarna zou de bedrijvigheid vertragen tot een stijgings-tempo dat de potentiële groei wel nog duidelijk overtreft. Die vertraging heeft te maken met de veronderstelde geleidelijke verzwakking van de handelsintensiteit van de mondiale groei waardoor de importvraag van de landen buiten het eurogebied minder snel zal toenemen, alsook met het feit dat aanbodsrestricties op de arbeidsmarkt in toenemende mate op de groei gaan wegen in bepaalde landen, waaronder Duitsland. Na de verdere afname in 2017 zou de spaarquote van de particulieren vanaf volgend jaar een geleidelijk herstel vertonen, waardoor de consumptiegroei wordt afgeremd. Dat heeft niet alleen te maken met de gebruikelijke inertie in de aanpassing van de consumptiepatronen aan stijgende inkomens maar ook met de bestaande nood om de schuldsituaties van de gezinnen af te bouwen, tegen de achtergrond van een stijgende markttrente.

Ondanks wat volatiliteit op korte termijn zou de inflatie volgens de prognoses tot diep in de projectieperiode vrij vlak blijven. De veronderstelde plafonnering van de olieprijs begin 2018 doet de energie-inflatie sterk terugvallen. Dat wordt evenwel geleidelijk meer dan gecompenseerd door de stijgende binnenlandse kostendruk. Zo zouden de loonkosten sterk aantrekken, mede door het wegvallen van bepaalde maatregelen die de loonkostengroei eerder in diverse landen hebben gematigd, maar, meer algemeen, door toenemende arbeidsmarktspanningen. Geschoond voor de volatiele componenten, zou de onderliggende inflatie eind 2020 uitkomen op 1,8 %.

Het herstel op de arbeidsmarkt heeft dit jaar nog aan kracht gewonnen. Dat weerspiegelt vooral de verder aangetrokken groei van de bedrijvigheid; de arbeidsintensiteit van die hogere groei is wel licht teruggevallen. Naarmate de schaarste aan geschikte arbeidskrachten toeneemt en de bedrijvigheid wat vertraagt, zou de jobcreatie in het eurogebied wel geleidelijk vaart verliezen. Toch blijft de werkgelegenheidsgraad krachtig genoeg om de werkloosheidsgraad aan het einde van de projectieperiode te doen dalen tot 7,3 %, het laagste peil in meer dan 35 jaar.

Het gemiddelde begrotingstekort van het eurogebied, dat dit jaar nog amper boven 1 % bbp zou uitkomen, zou volgens de prognoses nog verder verkleinen tot 0,5 % bbp in 2020. Die verbetering is wel hoofdzakelijk toe te schrijven aan de aantrekkende conjunctuur en de nog verder dalende rentelasten door het ongewoon lage

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

	2016	2017 r	2018 r	2019 r	2020 r
Bbp naar volume	1,8	2,4	2,3	1,9	1,7
Particuliere consumptie	2,0	1,9	1,7	1,6	1,5
Overheidsconsumptie	1,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Bruto-investeringen in vaste activa	4,4	4,4	4,3	3,4	2,9
Uitvoer van goederen en diensten	3,3	5,0	5,1	4,1	3,7
Invoer van goederen en diensten	4,7	5,1	5,2	4,4	3,9
Inflatie (HICP)	0,2	1,5	1,4	1,5	1,7
Onderliggende inflatie ⁽¹⁾	0,9	1,0	1,1	1,5	1,8
Binnenlandse werkgelegenheid	1,4	1,7	1,3	1,0	0,8
Werkloosheidsgraad ⁽²⁾	10,0	9,1	8,4	7,8	7,3
Financieringsbehoefte (–) of -vermogen van de overheid ⁽³⁾	–1,5	–1,1	–0,9	–0,9	–0,5

Bron: ECB.

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

(2) In % van de beroepsbevolking.

(3) In % bbp.

rentepeil. Het structurele primaire saldo, dat een indicator is van het onderliggende begrotingsbeleid, zou in de hele projectieperiode daarentegen gemiddeld nauwelijks wijzigen. De daling van de overheidsschuldratio blijft, aange wakkerd door het lage rentepeerl, voortduren: in 2020 zal de schuldgraad al met meer dan 11 procentpunten onder het piekniveau van 2014 zijn gedaald.

2. Bedrijvigheid en vraag

Tijdens de eerste helft van het jaar liet de economische bedrijvigheid, volgens de huidige kwartaalstatistieken, een robuuste start optekenen, waarbij de jaar-op-jaar groei opliep tot gemiddeld 1,7%. Aan de bestedingszijde is die groei in belangrijke mate terug te voeren op de bijdrage van de particuliere consumptie maar ook, en vooral, op de onderliggende expansie van de investeringen, althans indien wordt gecorrigeerd voor de impact van specifieke belangrijke aankopen van investeringsgoederen in het buitenland door grote multinationale ondernemingen aan het einde van 2016. Aan de productiezijde droeg vooral de toegenomen bedrijvigheid in de marktdiensten aan de groei bij, terwijl de toegevoegde waarde in de verwerkende nijverheid afnam.

In het derde kwartaal viel de groei wat terug, tot nog 0,3% op kwartaalbasis, al bleef de jaar-op-jaar groei behouden op 1,7%. De geleidelijke terugval van de kwartaalgroei spoort met het verloop van het ondernemersvertrouwen, dat sinds het begin van het jaar verzwakt is maar wel nog boven het langjarig gemiddelde ligt en vanaf oktober weer is opgeveerd. Het consumentenvertrouwen bleef daarentegen zogoed als onophoudelijk toenemen en bevond zich in oktober zelfs op het hoogste peil sinds de zomer van 2001. Deze en andere kortetermijnindicatoren doen vermoeden dat de groei in het laatste kwartaal van dit jaar opnieuw wat hoger zal uitvallen, zoals eveneens wordt ondersteund door de binnen de Bank gehanteerde nowcastingmodellen. Hoewel bepaalde modellen een sterkere versnelling voorspellen, wordt in deze ramingen uitgegaan van een kwartaalgroei van 0,5% in het laatste kwartaal van 2017.

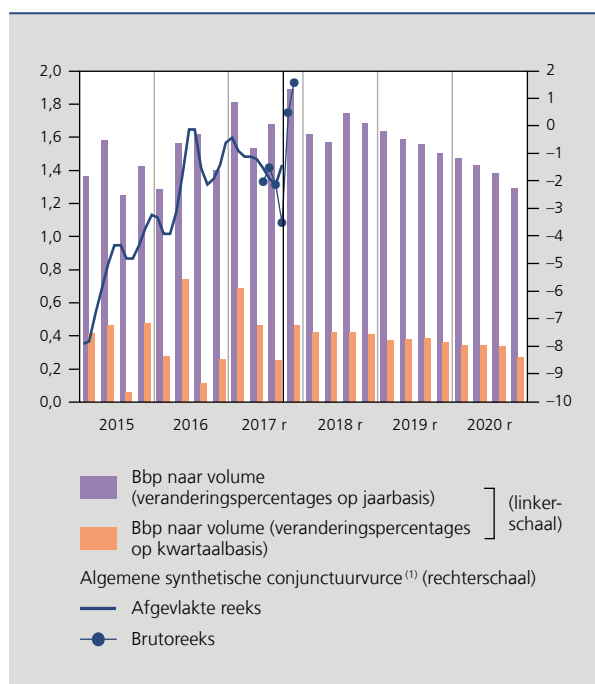
Al bij al veert de economische groei in 2017 op jaarbasis enigszins op tot 1,7%, dit vanwege de sterke eerste jaahelft. Dat groeicijfer houdt in 2018 nog aan, maar de daaropvolgende jaren zou de bedrijvigheid wel geleidelijk vertragen, tot een groei van nog 1,4% in 2020. Dat weerspiegelt de vertraging in de Belgische uitvoermarkten en een normalisering van de groei van de bedrijfsinvesteringen, wat wordt versterkt door de traditionele post-electorale terugval van de overheidsinvesteringen vanaf 2019. Bovendien zou de economische groei, zeker naar het einde van de projectieperiode toe, ook worden afgeremd door aanbodbeperkingen, met name in sommige geografische of functionele segmenten van de arbeidsmarkt.

Gedurende de volledige projectieperiode blijft de groei, net als tijdens de afgelopen jaren, duidelijk geschraagd door de binnenlandse vraag. De groeibijdrage van de netto-uitvoer zou immers gedurende de hele projectieperiode negatief zijn ten belope van gemiddeld 0,1 procentpunt.

De in- en uitvoergroei vielen in de loop van 2016 erg hoog uit, maar dat was deels het gevolg van de reorganisatie van de handelsactiviteiten van een multinationale farmaceutische onderneming, ten voordele van de in België gevestigde dochterondernemingen, waardoor vanaf het tweede kwartaal van 2016 meer handelsstromen van en naar België zichtbaar zijn in de statistieken. Aangezien de in- en uitvoer in zowat dezelfde mate opwaarts worden beïnvloed, is er geen netto-impact op het bbp, maar er moet wel gecorrigeerd worden voor dat statistische effect wanneer men het verloop van de marktaandeelen wil nagaan. De gecorrigeerde uitvoergroei in 2016 zou namelijk veel nauwer hebben aangesloten bij de invoergroei van de handelspartners, zodat er in werkelijkheid sprake was van een veeleer neutraal verloop van het marktaandeel van de Belgische exporterende ondernemingen. In 2017 zou

GRAFIEK 2 BBP EN ONDERNEMERSVERTROUWEN

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



Bronnen: INR, NBB.

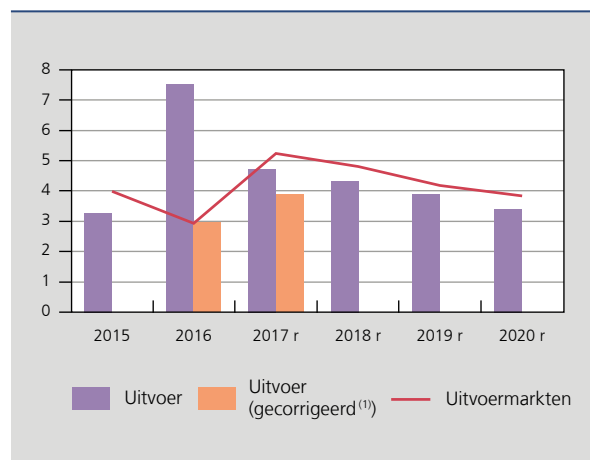
(1) Niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

het (gecorrigeerde) verlies aan marktaandeel vrij fors oplopen, tot ruim 1 procentpunt, en volgens de prognoses zouden ook in de loop van de verdere projectieperiode nog marktaandeel verloren gaan, ten belope van zo'n 0,4 procentpunt per jaar. Dat is vooral terug te voeren op de vanaf 2017 weer oplopende binnenlandse kostendruk, waardoor het kostenconcurrentievermogen in vergelijking met andere landen niet langer verbetert. In lijn met het zeer geleidelijk dalende profiel van de wereldvraag, neemt ook de uitvoergroei op kwartaalbasis licht af, tot gemiddeld 0,8% in het laatste jaar van de projectieperiode. Aangezien de invoergroei, mede door de krachtige binnenlandse vraag, iets sterker blijft, is de groeibijdrage van de netto-uitvoer gedurende de volledige projectieperiode licht negatief op kwartaalbasis.

In 2017 wordt ook een positieve groeibijdrage geleverd door de voorraadvorming, wat enkel het gevolg is van de al beschikbare statistieken. Voor alle kwartalen in de projectieperiode wordt immers, zoals gebruikelijk, de technische hypothese gemaakt dat de voorraadwijzigingen groeineutraal zijn, ook al vanwege de grote statistische onzekerheid rond dit concept.

GRAFIEK 3 UITVOER EN UITVOERMARKTEN

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

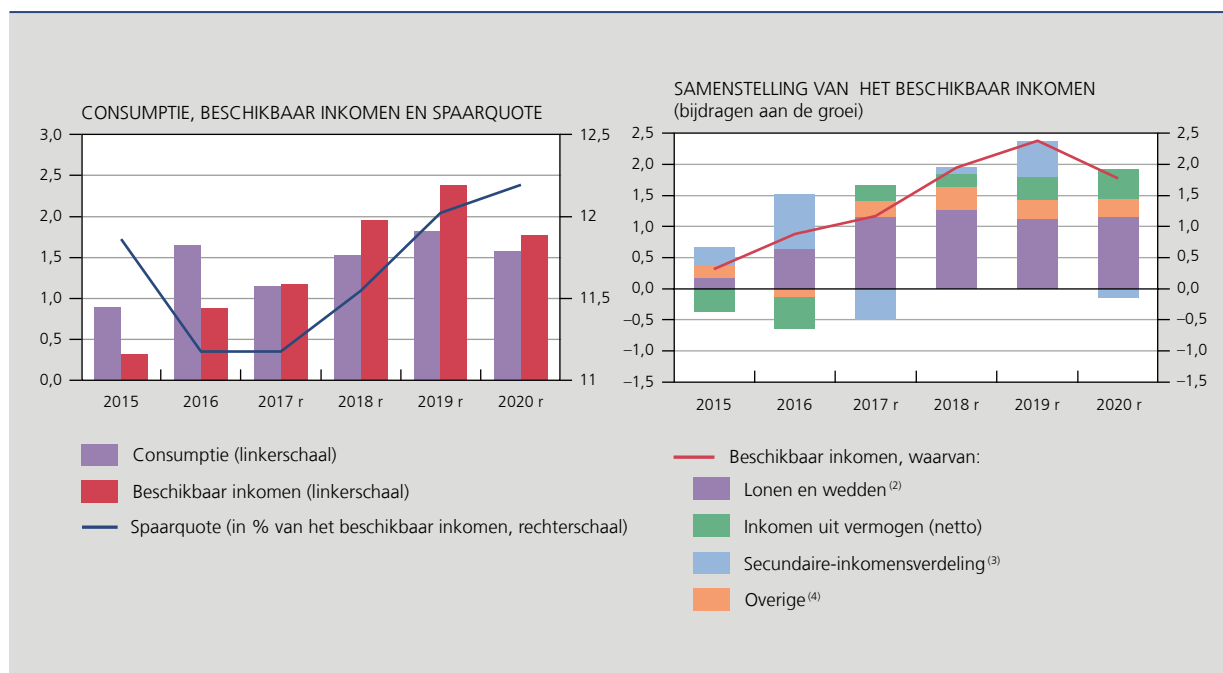


Bronnen: INR, NBB.

(1) Uitvoergroei, gecorrigeerd voor de uitgaven die enkel het gevolg zijn van een reorganisatie, in 2016, van de handelsactiviteiten van een groot farmaceutisch bedrijf. Aangezien de impact van de reorganisatie pas duidelijk blijkt vanaf het tweede kwartaal van 2016, kan ook de uitvoergroei in het eerste kwartaal van 2017 nog als uitzonderlijk worden beschouwd.

GRAFIEK 4 CONSUMPTIE EN BESCHIKBAAR INKOMEN VAN DE PARTICULIEREN

(volumegegevens⁽¹⁾, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



Bronnen: INR, NBB.

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

(2) Ongerekend de sociale bijdragen ten laste van de werkgevers.

(3) Met inbegrip van de sociale bijdragen ten laste van de werkgevers.

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

De krachtige toename van de binnenlandse vraag tijdens de projectieperiode vloeit vooral voort uit het verloop van de particuliere consumptie. Nadat deze component in 2016 een sterke groei had neergezet, is het groeicijfer dit jaar duidelijk getaand, onder meer door een terugval van de aankopen van duurzame goederen. Toch wijzen de huidige prognoses op een geleidelijk aantrekkende consumptiegroei tijdens de projectieperiode, tot een kwartaalgroei van 0,4% of meer, weliswaar met een lichte verzwakking in 2020. De gezinsconsumptie volgt daarbij de toenemende inkomensgroei, en in het bijzonder de versnelling van het arbeidsinkomen.

Deze laatste komt er onder impuls van de weliswaar afkalvende, maar nog geruime tijd krachtige werkgelegenheidsgroei en, vooral, de aantrekkende reële lonen. Bovendien zouden ook de vermogensinkomens vanaf dit jaar opnieuw een positieve bijdrage leveren aan de particuliere inkomensgroei. Dat is het gevolg van de verwachte stijging van het rentepeil en de toename van de door de vennootschappen betaalde dividenden. Ten slotte wordt de koopkracht van de gezinnen ook ondersteund door de voor de komende jaren geplande additionele belastingverlagingen in het kader van de taxshift. Die doen vooral in 2019 de inkomensgroei duidelijk oplopen. In 2018 wordt de gunstige impact van de taxshift nog deels gecompenseerd

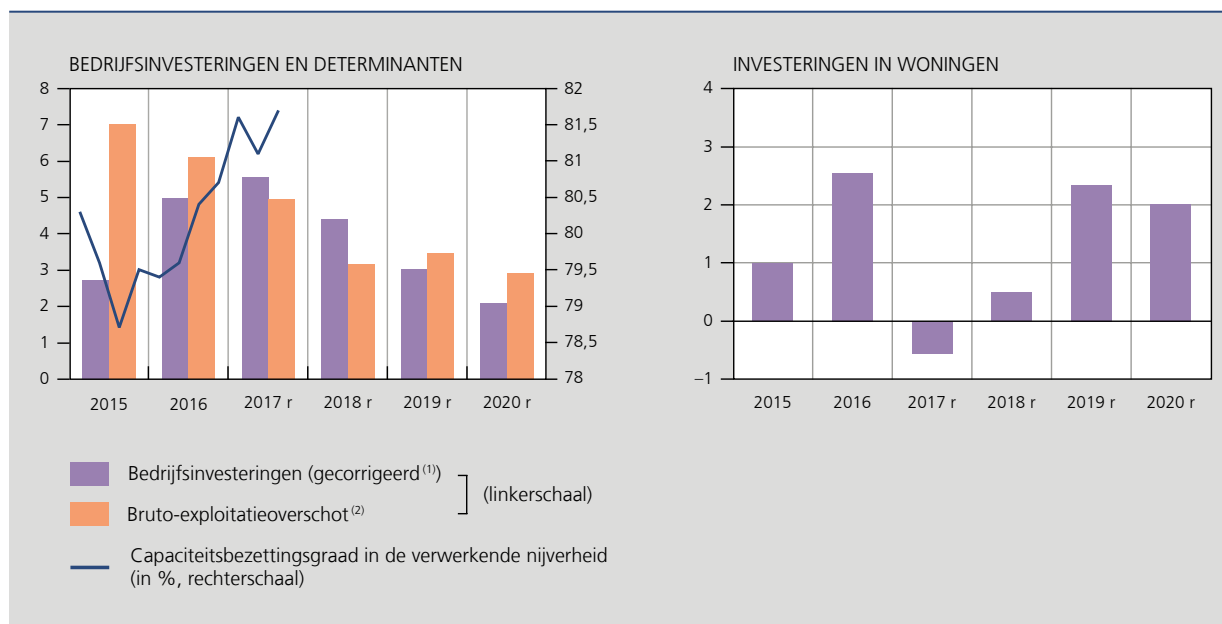
door de verhoging, in de federale begroting van 2018, van bepaalde heffingen op financiële transacties en inkomens. In 2020 valt de inkomensgroei overigens weer wat terug, met name omdat er dat jaar geen extra taxshift-maatregelen meer zijn en de positieve bijdrage van de secundaire inkomensverdeling daardoor verdwijnt.

Dit jaar is de consumptiegroei op jaarbasis nog ongeveer gelijk aan de inkomensgroei en blijft de spaarquote dus stabiel, maar vanaf 2018 neemt deze laatste weer toe. Enerzijds zouden de gezinnen hun uitgaven, zoals gebruikelijk, slechts met enige vertraging aanpassen aan de stijgende nettoarbeidsinkomens en, meer algemeen, inkomensschommelingen wat uitvlakken in hun consumptieprofiel, dat daardoor minder volatiel is. Anderzijds is de opwaartse beweging van de spaarquote ook terug te voeren op het herstel van het aandeel van de vermogensinkomens in het beschikbaar inkomen. Dergelijke inkomens worden gewoonlijk namelijk relatief meer gespaard.

Naast de particuliere consumptie blijven ook de particuliere investeringen de groei ondersteunen, zij het in afnemende mate. Ongerekend de vertekende invloed van bepaalde specifieke aankopen van investeringsgoederen in het buitenland, die in 2016 de investeringen hadden opgedreven, is de expansie van de bedrijfsinvesteringen in 2017

GRAFIEK 5 BEDRIJFSINVESTERINGEN EN INVESTERINGEN IN WONINGEN

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



Bronnen: INR, NBB.

(1) Gecorrigeerd voor belangrijke aankopen van specifieke investeringsgoederen in het buitenland.

(2) In nominale termen.

TABEL 3 BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN

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

	2016	2017 r	2018 r	2019 r	2020 r
Consumptieve bestedingen van huishoudens en izw's	1,7	1,2	1,5	1,8	1,6
Consumptieve bestedingen van de overheid	0,5	0,8	0,7	0,6	0,7
Bruto-investeringen in vaste activa	3,6	1,0	3,8	2,5	2,2
van de overheid	-3,1	2,7	6,4	-1,2	3,0
in woningen	2,6	-0,6	0,5	2,3	2,0
van de ondernemingen	4,9	1,3	4,4	3,0	2,1
<i>p.m. Binnenlandse bestedingen, ongerekend voorraadwijziging⁽¹⁾</i>	1,8	1,0	1,8	1,7	1,5
Voorraadwijziging ⁽¹⁾	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,0
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽¹⁾	-0,6	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Uitvoer van goederen en diensten	7,5	4,7	4,3	3,9	3,4
Invoer van goederen en diensten	8,4	4,4	4,5	4,0	3,5
Bruto binnenlands product	1,5	1,7	1,7	1,6	1,4

Bronnen: INR, NBB.

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

bijzonder krachtig, met 5,6% naar volume. De onderliggende investeringsdeterminanten blijven gunstig dankzij de soepele financieringsvoorwaarden, de aanzienlijke cashreserves, een toenemend exploitatieoverschot, de lage rente en een stijgende capaciteitsbezetting, die almaar meer aanleiding zal geven tot uitbreidingsinvesteringen. Niettemin wordt verwacht dat de groei van de bedrijfsinvesteringen de komende jaren geleidelijk zal terugkeren naar een normaler tempo, dat dichter aansluit bij de gebruikelijke toename in deze fase van de conjunctuurcyclus.

De investeringen van de huishoudens worden – via ofwel nieuwbouw ofwel renovatieprojecten – nog steeds gestimuleerd door de lagerenteomgeving. In dat verband is vastgoed voor particulieren overigens duidelijk ook een alternatieve beleggingsvorm geworden in de zoektocht naar meer rendement. Niettemin wijzen de beschikbare kwartaalstatistieken sinds medio 2016 op een opmerkelijke daling van deze investeringen. Dat kan te maken hebben met de afnemende invloed van portefeuilleherstellingen, gelet op het sinds enige tijd vrij stabiele peil van de marktrentes. De huidige projecties wijzen wel op een matig herstel van de investeringen in woningbouw: gedurende de projectieperiode zouden zij met gemiddeld 0,5% op kwartaalbasis toenemen. De investeringen in woningen hebben de crisis overigens nog altijd niet volledig verteerd, aangezien ze ook aan het einde van de projectieperiode nog steeds duidelijk onder hun piekniveau van 2008 liggen.

Wat de overheidsbestedingen betreft, ten slotte, zou de groei van de overheidsconsumptie veeleer matig blijven gedurende de volledige projectieperiode. De overheidsinvesteringen volgen daarentegen, zoals gebruikelijk, het patroon van de electorale cyclus: na de in 2018 verwachte versnelling zou de groei van die investeringen weer scherp teruglopen vanaf 2019.

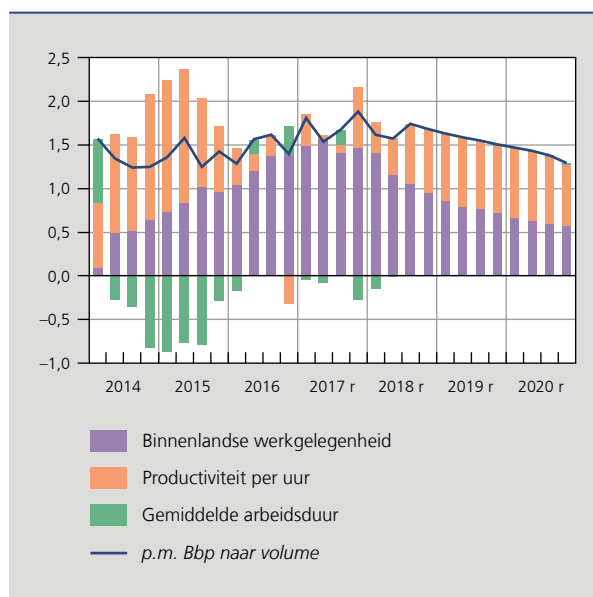
3. Arbeidsmarkt

Ook in 2017 werd een sterke werkgelegenheidscreatie opgetekend. Het aantal werkenden, dat in 2016 al met 58 000 eenheden was gestegen, zal dit jaar nog met ongeveer 69 000 eenheden toenemen. Die ontwikkeling is des te opmerkelijker daar de bbp-groei relatief gematigd bleef, met 1,7%. Ter vergelijking: in 2007, bijvoorbeeld, nam de werkgelegenheid vrijwel even sterk toe (+71 000 eenheden) maar bedroeg de bbp-groei het dubbele, namelijk 3,4%. Tijdens de afgelopen twee jaar was de werkgelegenheidsintensiteit van de groei hoog. Hoewel de precieze invloed ervan momenteel onmogelijk te beoordelen valt, hebben het loonmatigingsbeleid, dat arbeid relatief goedkoper maakt, en de verschillende structurele hervormingen die het effectieve arbeidsaanbod vergroten, dat verschijnsel kennelijk in de hand gewerkt.

Voor de komende drie jaar wordt in de prognoses uitgegaan van een geleidelijke terugkeer naar een verhouding

GRAFIEK 6 BINNENLANDSE WERKGELEGENHEID, ARBEIDSDUUR EN PRODUCTIVITEIT

(bijdrage aan de bbp-groei, in procentpunt, voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)



Bronnen : INR, NBB.

tussen de werkgelegenheidscreatie en de groei van de bedrijvigheid die in overeenstemming is met haar langetermijnwaarde. Aldus zouden ongeveer 121 000 banen worden gecreëerd tijdens de periode 2018-2020. Enerzijds zou het effect van de hervormingen geleidelijk wegebben en anderzijds zouden de loonkosten weer beginnen te stijgen, wat de werkgelegenheidscreatie zou drukken. Daarenboven wordt over de volledige projectieperiode een verzwakking van de bbp-groei verwacht, aangezien deze in 2020 niet boven 1,4 % zou uitkomen. Naarmate de werkloosheid verder afneemt, zal ook de matigende invloed op de werkgelegenheidsgroei van aanbodtekorten in bepaalde geografische en functionele segmenten van de arbeidsmarkt belangrijker worden.

Ingevolge de sterke werkgelegenheidscreatie zou de stijging van de productiviteit per uur in 2017 op een relatief gering peil van 0,3 % blijven. De oorzaken van de productiviteitsvertraging sinds 2016 worden momenteel nog geanalyseerd. Niettemin kunnen al enkele factoren worden genoemd, zoals de tertiarisering van de economie, aangezien de dienstensector minder productief is dan de verwerkende nijverheid, de voornoemde arbeidsmarkthervormingen die vooral voor lagergeschoolde werknemers

TABEL 4 ARBEIDSAANBOD EN -VRAAG

(seizoengezuiverde gegevens, veranderingen in duizenden personen, tenzij anders vermeld)

	2014	2015	2016	2017 r	2018 r	2019 r	2020 r
Totale bevolking	55	59	57	58	58	54	55
Bevolking op arbeidsleeftijd	9	16	16	13	8	4	2
Beroepsbevolking	33	21	32	43	35	27	21
Binnenlandse werkgelegenheid	20	40	58	69	54	38	30
Loontrekkenden	14	30	44	58	44	29	22
Conjunctuurgevoelige bedrijfstakken ⁽¹⁾	-1	19	29	42	33	19	12
Overheid en onderwijs	8	2	2	3	0	0	0
Overige diensten ⁽²⁾	7	9	13	14	12	10	10
Zelfstandigen	6	10	13	11	10	9	8
Niet-werkende werkzoekenden	14	-19	-26	-26	-19	-11	-9
<i>p.m. Geharmoniseerde werkloosheidsgraad⁽³⁾⁽⁴⁾</i>	8,6	8,6	7,9	7,3	7,0	6,9	6,9
<i>Geharmoniseerde werkgelegenheidsgraad⁽³⁾⁽⁵⁾</i>	67,3	67,2	67,7	68,3	69,0	69,5	69,9

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

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

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

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

(4) Werkzoekenden in % van de beroepsbevolking van 15 tot 64 jaar.

(5) Werkenden in % van de totale bevolking op arbeidsleeftijd (20-64 jarigen).

de werkgelegenheidscreatie bevorderen, en de verlenging van de loopbanen. Ondanks een herstel gedurende de projectieperiode zal de productiviteitsgroei lager liggen dan in het verleden.

Ongeveer 60 % van de gecreëerde banen is te danken aan de toename van het aantal loontrekkenden in de conjunctuurgevoelige bedrijfstakken. Binnen die bedrijfstakken blijven enkel de financiële activiteiten en de verzekeringen een daling van hun personeelsbestand ondervinden. In de industrie en de bouwnijverheid gingen, anders dan in de voorgaande jaren, in 2017 geen banen meer verloren. De bedrijfstakken die de meeste werkgelegenheid creëren zijn, enerzijds, de diensten aan ondernemingen en, anderzijds, de handel, het vervoer en de horeca.

Tijdens de projectieperiode zou de groei van het aantal werknemers wat sneller teruglopen dan die van de zelfstandige werkgelegenheid. Deze laatste wordt immers niet of minder sterk getroffen door de wegebbende impact van de recente loonkostenmatiging en door de structurele hervormingen. Daarnaast zijn er ook tendensen die de verzelfstandiging van bepaalde jobs in de hand zullen blijven werken. Tegen de achtergrond van een teruglopende groei van de bevolking op arbeidsleeftijd – waarvan de weerslag op het arbeidsaanbod deels wordt gecompenseerd door de stijging van de participatiegraad, die werd versneld door de structurele hervormingen op de arbeidsmarkt – gaat de stijging van de werkgelegenheid gepaard met een daling van het aantal niet-werkende werkzoekenden. In 2017 zullen er gemiddeld 26 000 minder van deze werkzoekenden zijn dan een jaar eerder. Die daling zou de komende drie jaar aanhouden, zodat er ongeveer 39 000 werklozen minder zouden worden opgetekend op het einde van de projectieperiode. Er zij echter op gewezen dat die vermindering deels toe te schrijven is aan de geleidelijke uitstroom van een grote cohorte werklozen, die thans ouder dan 60 jaar zijn, naar het pensioen. Na een scherpe daling in de afgelopen drie jaar zou de werkloosheidsgraad verder dalen en in 2020 uitkomen op 6,9 %.

4. Kosten en prijzen

4.1 Loonkosten

De brutolonen in de private sector namen in 2017 toe, na een periode van forse loonmatiging. In het kader van het centraal akkoord 2017-2018 zouden de reële conventionele loonsverhogingen oplopen tot 1,1 % voor de hele periode, namelijk met 0,3 % in 2017 en met 0,8 % in 2018. Voor de reële verhogingen tijdens

de periode 2019-2020 werd, bij ontstentenis van een loonnorm voor die periode, uitgegaan van de technische hypothese dat de groei van de conventionele aanpassingen ongerekend indexering in 2019 gelijk is aan die van 2018 en, gelet op de gestileerde feiten in verband met die akkoorden en de toegenomen spanningen op de arbeidsmarkt, iets hoger uitvalt tijdens het tweede jaar, namelijk 1 % in 2020. De stijging van de uurlonen over de projectieperiode omvat ook de loondrift, dat zijn de aan structurele factoren toe te schrijven stijgingen, onder meer de toename van de gemiddelde leeftijd en van het scholingsniveau van de werkende bevolking. Bovendien zou de relatief grote vraag naar arbeidskrachten spanningen op de arbeidsmarkt kunnen teweegbrengen, die zouden kunnen leiden tot meer druk op de lonen op bedrijfsniveau, wat eveneens de loondrift in de hand werkt. Rekening houdend met het herstel van de prijsindexering (die de nominale lonen gedurende de projectieperiode met gemiddeld 1,6 % per jaar zou doen stijgen), zouden de uurlonen vanaf 2017 opveren.

Ten gevolge van de door de opeenvolgende regeringen genomen maatregelen ter verlaging van de arbeidskosten zijn de socialezekerheidsbijdragen ten laste van de werkgevers sterk verminderd. Dit aspect van de taxshift heeft zijn grootste effecten gesorteerd in 2016, maar de impact ervan zal nog tot in 2020 voelbaar blijven. Al met al nemen de uurloonkosten in de private sector dit jaar met 1,9 % toe, maar dat stijgingstempo zou verder stijgen tot 2,7 % in 2020. Het aantrekkende herstel van de productiviteit zorgt er wel voor dat de groei van de loonkosten per eenheid product lager uitvalt, met zowat 1,6 % in 2017, 1,7 % de twee volgende jaren en 1,9 % in 2020.

4.2 Prijzen

De totale inflatie versnelde van gemiddeld 1,8 % in 2016 tot 2,2 % in 2017, onder invloed van de stijging van de energieprijzen – die vooral werd aangewakkerd door de olieprijsen – terwijl de inflatie van de andere goederen- en dienstencategorieën gemiddeld genomen vertraagde. De onderliggende inflatie zou aldus dalen van 1,8 tot 1,5 % in 2017, omdat de prijsstijging van de niet-energetische industriële goederen en van de diensten afremt. Verscheidene factoren hebben daartoe bijgedragen, waaronder het verdwijnen van de opwaartse invloed van de verhoging van het inschrijvingsgeld in het hoger onderwijs in de Vlaamse Gemeenschap (die een impact uitoefende op de inflatie tot september 2016) en de geringere stijging van de telecommunicatieprijzen. De prijzen van de packs stegen niet even sterk als in 2016 en de afschaffing van de roamingkosten in juni 2017 werkte gunstig door in de prijsindex voor mobiele telefonie. Tot slot waren de

TABEL 5 PRIJS- EN KOSTENINDICATOREN

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

	2015	2016	2017 r	2018 r	2019 r	2020 r
Loonkosten in de private sector ⁽¹⁾						
Loonkosten per gewerkt uur	0,1	-0,7	1,9	2,2	2,5	2,7
waarvan Indexering	0,1	0,6	1,6	1,6	1,5	1,6
Arbeidsproductiviteit ⁽²⁾	1,7	-0,6	0,3	0,5	0,8	0,8
Loonkosten per eenheid product	-1,6	-0,1	1,6	1,7	1,7	1,9
<i>p.m. Loonkosten per gewerkt uur volgens de nationale rekeningen</i> ⁽³⁾	0,2	-0,8	1,7	2,1	2,4	2,6
Onderliggende inflatietendens ⁽⁴⁾	1,6	1,8	1,5	1,5	1,7	1,8
Energiedragers	-8,0	-0,6	9,8	1,4	-0,3	-0,3
Voedingsmiddelen	1,8	3,1	1,3	2,1	2,2	1,9
Totale inflatie (HICP)	0,6	1,8	2,2	1,6	1,6	1,6
<i>p.m. Inflatie volgens de nationale index (NCPI)</i>	0,6	2,0	2,1	1,5	1,6	1,6
Gezondheidsindex ⁽⁵⁾	1,0	2,1	1,8	1,4	1,6	1,6

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

(1) De loonkosten worden hier niet voorgesteld volgens het concept van de nationale rekeningen, maar volgens een ruimer concept dat eveneens de verminderingen van de bijdragen voor doelgroepen en de loonsubsidies omvat. Dat concept geeft de effectieve loonkosten voor de ondernemingen beter weer.

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

(3) Ongerekend de loonsubsidies en de verminderingen van de bijdragen voor doelgroepen.

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

(5) Gemeten aan de hand van de nationale consumptieprijsindex ongerekend tabak, alcohol en motorbrandstoffen.

buitengewone prijsstijgingen van de levensmiddelen dit jaar beperkter dan in 2016.

De totale inflatie zou in 2018 sterk dalen, opnieuw als gevolg van schommelingen van de energieprijzen. Behalve aan de verwachte minder forse stijging van de Brent-olieprijs is dat voor een groot deel toe te schrijven aan de afschaffing van de bijdrage aan het energiefonds in het Vlaams Gewest – krachtens een arrest van het Grondwettelijk Hof – terwijl deze bijdrage de elektriciteitsprijs vanaf maart 2016 had doen opveren. Gedurende de rest van de prognoseperiode zou de energieprijzinflatie licht negatief uitvallen, wat overeenstemt met de hypothesen van het Eurosysteem voor de olieprijsen en, in mindere mate, met het patroon van de gas- en elektriciteitsprijzen.

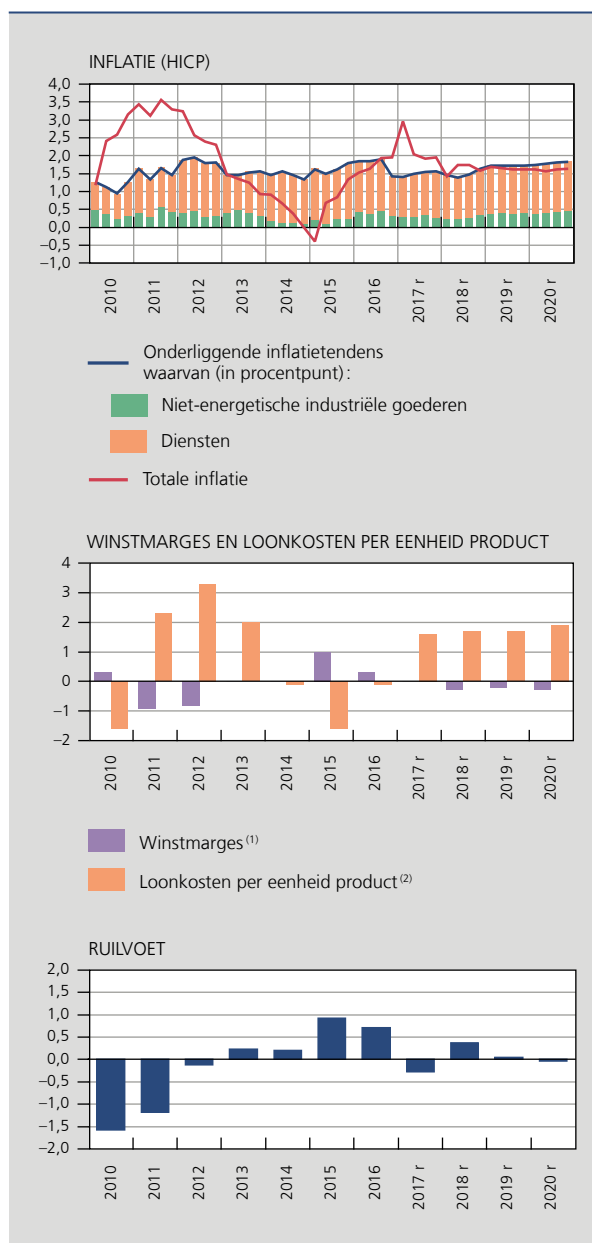
De inflatiegraad voor levensmiddelen zou in 2018 toenemen, als gevolg van de prijsstijgingen voor zowel onbewerkte als bewerkte levensmiddelen. Deze laatste worden sterk beïnvloed door accijnsveranderingen; volgens de in de zomer van 2017 meegedeelde begrotingscijfers zullen de accijnzen op tabak sneller stijgen in 2018. In mindere mate leidt ook de verhoging van de 'gezondheidsstaks op frisdranken' tot een stijging van de levensmiddeleninflatie.

Daarna zullen de accijnzen naar verwachting niet meer in hetzelfde tempo stijgen en zou de inflatie afzwakken tot 2020.

De onderliggende inflatie, die de diensten en de niet-energetische industriële goederen omvat, zou dan weer toenemen van 1,5% in 2017 tot 1,8% in 2020. De prijsstijging van deze laatste liep in 2017 terug, met name als gevolg van bepaalde basiseffecten die voortvloeien uit de aankoop van voertuigen (bepaalde maatregelen hadden de prijzen in 2016 doen toenemen); ze zou vervolgens niet versnellen, maar zelfs vertragen, onder invloed van de appreciatie van de euro. Gedurende de rest van de projectieperiode zou de inflatie van de industriële goederen terugkeren naar ongeveer 1%. De diensteninflatie, die nog steeds de grootste bijdrage aan de totale inflatie levert, zou opveren van 2% in 2017 tot 2,2% aan het einde van de prognoseperiode. De stijging van de loonkosten komt maar traag en gedeeltelijk in die component tot uiting. Het relatief stabiele verloop van de onderliggende inflatie in het verleden suggereert met name dat sterke bewegingen in de loonkosten ten dele worden geabsorbeerd in de winstmarges. Zo heeft de loonkostenmatiging in de afgelopen jaren tot een toename van die marges geleid. Omgekeerd zouden de opverende loonkosten in

GRAFIEK 7 INFLATIE EN DETERMINANTEN

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



Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) Verschil tussen de jaar-op-jaar stijging van de verkoopprijzen per eenheid en de productiekosten per eenheid.

(2) Met inbegrip van de loonsubsidies en de verminderingen voor doelgroepen.

de projectieperiode interen op de margegroei, waardoor de toename van de onderliggende inflatie, ondanks de stijgende kostendruk, dus vrij beperkt blijft. In het eurogebied zouden de stijgende loonkosten volgens de ramingen van het Eurosysteem in grotere mate in de prijzen worden doorberekend. Dit doet de kloof tussen de Belgische inflatie en die in het eurogebied, die de afgelopen jaren vrij groot was, geleidelijk verdwijnen.

De bovenstaande analyse heeft betrekking op de HICP, die het mogelijk maakt de inflatiecijfers van alle Europese landen te vergelijken. De inflatie gemeten volgens de Belgische nationale consumptieprijsindex (NCPI) wijkt daarvan licht af als gevolg van methodologische verschillen. Op basis van de NCPI wordt de gezondheidsindex berekend, dat is de nationale index ongerekend tabak, alcoholische dranken en motorbrandstoffen. De stijging van deze index, waarop met name de loonindexering is gebaseerd, zou enigszins vertragen in 2017 (1,8%) en veel sterker in 2018 (1,4%) – hoofdzakelijk onder invloed van de daling van de elektriciteitsprijzen – en zou uiteindelijk opnieuw versnellen tot in 2020.

5. Overheidsfinanciën

5.1 Financieringssaldo

Volgens de meest recente ramingen zullen de overheidsfinanciën het jaar 2017 afsluiten met een tekort van 1,2% bbp; dat is een verbetering met 1,3 procentpunt ten opzichte van 2016. Tegen de hierboven beschreven macro-economische achtergrond zou het financieringstekort van de gezamenlijke overheid licht oplopen in 2018 en 2019, en nagenoeg stabiel blijven in 2020.

Het begrotingssaldo verbetert in 2017 doordat zowel de primaire uitgaven als de rentelasten zouden dalen en de ontvangsten zouden toenemen in verhouding tot het bbp. De primaire uitgaven zouden in 2018 verder dalen en in de daaropvolgende jaren nagenoeg stabiel blijven. De rentelasten zouden hun neerwaartse tendens voortzetten, maar zouden in geringere mate afnemen tegen het einde van de projectieperiode. De gunstige invloed van die factoren op het begrotingssaldo zou de daling van de fiscale en parafiscale druk vanaf 2018 echter slechts ten dele compenseren.

De tekorten zouden zich voornamelijk voordoen bij de federale overheid, maar ook de deelsector van de gemeenschappen en gewesten zou in de loop van de projectieperiode nog een beperkt tekort vertonen. De rekeningen van de lokale overheid en de sociale zekerheid zouden daarentegen nagenoeg in evenwicht zijn. De neerwaartse herziening van de zogeheten autonomiefactor voor de vaststelling van de gewestelijke opcentiemen op de personenbelasting resulteert in 2018 in een eenmalige correctie voor de te hoge belastingen die sinds 2015 aan de gewesten werden betaald, met een negatieve impact op het begrotingssaldo van de gemeenschappen en gewesten en een positieve op dat van de federale overheid.

TABEL 6 OVERHEIDSREKENINGEN
(in % bbp)

	2016	2017 r	2018 r	2019 r	2020 r
Gezamenlijke overheid					
Ontvangsten	50,7	51,1	50,4	49,9	49,9
Primaire uitgaven	50,3	49,7	49,4	49,3	49,3
Primair saldo	0,4	1,3	1,0	0,6	0,6
Rentelasten	2,9	2,5	2,3	2,2	2,1
Financieringsbehoefte (-) of -vermogen	-2,5	-1,2	-1,3	-1,5	-1,5
Financieringssaldo per deelsector					
Federale overheid ⁽¹⁾	-2,5	-1,1	-0,8	-1,5	-1,4
Sociale zekerheid	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Gemeenschappen en gewesten ⁽¹⁾	0,0	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2
Lokale overheid	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1

Bronnen: INR, NBB.

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

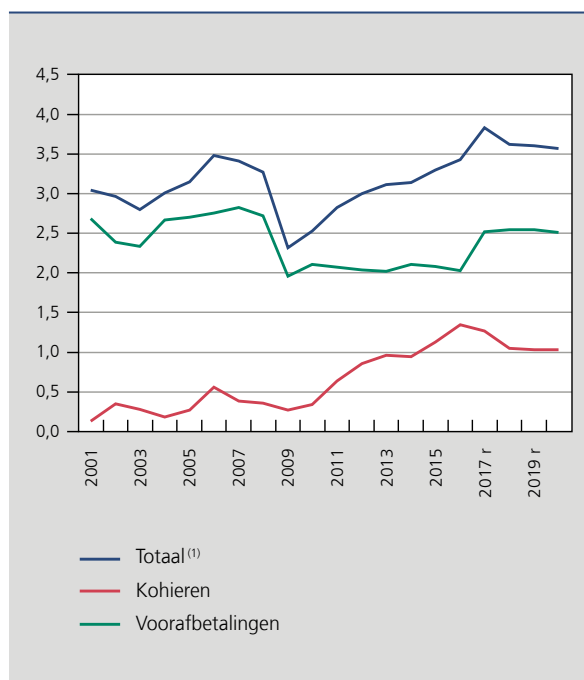
De projecties zijn, zoals gebruikelijk, gebaseerd op de hypothese van een ongewijzigd beleid. Er is bijgevolg enkel rekening gehouden met reeds aangekondigde en voldoende gepreciseerde begrotingsmaatregelen. Voor de hervorming van de vennootschapsbelasting is uitgegaan van de hypothese dat ze budgettair neutraal zou zijn.

5.2 Ontvangsten

De dalende tendens van de overheidsontvangsten die sedert enkele jaren wordt vastgesteld, zou in 2017 worden onderbroken, aangezien de ontvangsten met 0,3 procentpunt bbp zouden toenemen. In 2018 en 2019 zouden de overheidsontvangsten echter opnieuw fors dalen, met respectievelijk 0,7 en 0,4 procentpunt bbp, en in 2020 zouden ze nagenoeg stabiel blijven.

De stijging van de ontvangstenratio in 2017 is voornamelijk te danken aan de toename van de inkomsten uit de belastingen op de vennootschapswinsten. Deze belastingen stijgen met 0,4 procentpunt bbp, vooral als gevolg van de forse toename van de voorafbetalingen van de bedrijven, die immers lijken terug te keren naar het vóór het begin van de financiële en economische crisis waargenomen peil.

GRAFIEK 8 VENNOOTSCHAPSBELASTING
(in % bbp)



Bronnen: INR, NBB.

(1) Met inbegrip van andere belastingen, waarvan de roerende voorheffing de belangrijkste is.

TABEL 7 OVERHEIDSONTVANGSTEN
(in % bbp)

	2016	2017 r	2018 r	2019 r	2020 r
Fiscale en parafiscale ontvangsten	43,8	44,1	43,4	43,1	43,1
Heffingen die in hoofdzaak van toepassing zijn op de inkomens uit arbeid	25,0	24,9	24,4	24,2	24,3
Personenbelasting	11,1	11,0	10,7	10,4	10,6
Sociale bijdragen	14,0	13,9	13,7	13,7	13,7
Belastingen op de vennootschapswinsten	3,4	3,8	3,6	3,6	3,6
Heffingen op de overige inkomens en op het vermogen	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Belastingen op goederen en diensten	11,2	11,2	11,1	11,1	11,1
waarvan:					
Btw	6,8	6,8	6,7	6,7	6,7
Accijnzen	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2
Niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten	6,9	7,0	6,9	6,9	6,8
Totale ontvangsten	50,7	51,1	50,4	49,9	49,9

Bronnen: INR, NBB.

De heffingen op de inkomens uit arbeid zouden in 2017 daarentegen met 0,1 procentpunt bbp verminderen. Dit is voornamelijk het gevolg van een daling van de sociale bijdragen nu het sinds 1 april 2016 verlaagde tarief van de werkgeversbijdragen zijn volledige uitwerking krijgt.

De inkomsten uit de belastingen op goederen en diensten zouden zich nagenoeg stabiliseren. Dit is het resultaat van, enerzijds, een beperkte daling van de btw-inkomsten en, anderzijds, een lichte toename van de inkomsten uit accijnzen als gevolg van de accijnsverhoging voor tabak en alcohol.

In 2018 en 2019 zou de fiscale en parafiscale druk sterk slinken door de in het kader van de taxshift genomen maatregelen. Zo zouden de inkomsten uit de personenbelasting in dezelfde periode telkens met 0,3 procentpunt bbp dalen. Bovendien zorgt een verdere verlaging van de werkgeverstarieven voor een daling van de sociale bijdragen in 2018, 2019 en 2020. Voorts zouden de inkomsten uit de vennootschapsbelasting in 2018 en 2019 teruglopen doordat de forse toename van de voorafbetalingen in 2017 de inning via inkohieringen zal drukken. Ten slotte zouden de heffingen op de overige inkomens en op het vermogen in 2018 toenemen als gevolg van de inwerkingtreding van de taks op effectenrekeningen en de verhoging van de tarieven van de taks op beurstransacties, maar zouden ze in 2019 worden gedrukt door de in het kader van de activering van het spaargeld genomen maatregelen.

5.3 Primaire uitgaven

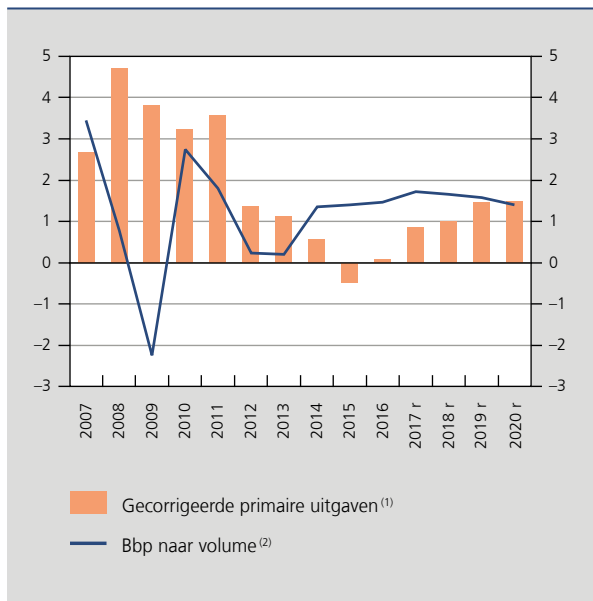
De neerwaartse tendens van de primaire uitgaven in verhouding tot het bbp zou zich in 2017 en in de daaropvolgende twee jaren voortzetten. In nominale termen zouden die uitgaven dus tot in 2019 trager toenemen dan de economische bedrijvigheid. Daarna zouden ze, bij ongewijzigd beleid, ongeveer even snel stijgen als de bbp-groei.

De voor dit jaar verwachte matiging van de uitgaven zou nog het streven van de federale overheid weerspiegelen om haar werkingskosten te beperken en de socialezekerheidsuitgaven onder controle te houden. Die matiging zou bovendien profijt trekken van het feit dat een reeks onverwachte factoren die in 2016 een negatieve invloed hadden op het begrotingssaldo, zouden afzwakken of verdwijnen. Het betreft onder meer aanzienlijke terugbetalingen van belastingen als gevolg van rechterlijke beslissingen, alsook de uitzonderlijke inspanningen om de toestroom van asielzoekers te beheren. Daarbij komt, in 2017, een tijdelijke vermindering van de op het bruto nationaal inkomen gebaseerde bijdrage van België aan de EU-begroting.

Omgekeerd heeft een nieuwe indexering van de sociale uitkeringen en van de bezoldigingen in de overheidssector, precies één jaar na de vorige, de overeenstemmende uitgaven in 2017 wellicht gestimuleerd.

De reële primaire uitgaven, gecorrigeerd voor zowel de tijdelijke factoren als de conjuncturele invloed en het

GRAFIEK 9 PRIMAIRE UITGAVEN VAN DE OVERHEID EN BBP
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

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

(2) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

tijdsverschil tussen de inflatie en de indexering, zouden in 2017 met 0,9% toenemen. Die stijging zou dus net als de voorgaande jaren onder controle blijven en lager uitvallen dan de bbp-groei naar volume.

De beheersing van de primaire uitgaven zou in 2018 aanhouden, ondanks de verwachte traditionele opleving van de overheidsinvesteringen in de aanloop naar de gemeentelijke en provincieraadsverkiezingen.

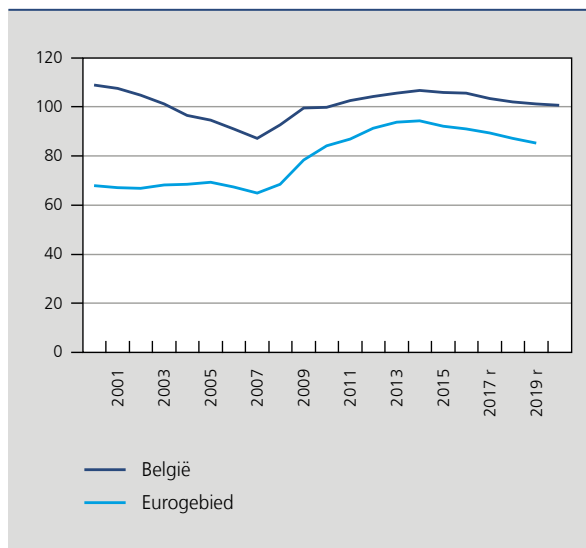
In 2019 en 2020 zou het structurele verloop van de overheidsuitgaven sterk gelijklopen met dat van het reële bbp, indien er geen nieuwe besparingsmaatregelen worden genomen.

5.4 Schuld

De overheidsschuld zou in de loop van de projectieperiode geleidelijk teruglopen in verhouding tot het bbp.

De schuldgraad zou in 2017 met meer dan 2 procentpunt dalen. Dit is uitsluitend het gevolg van de neerwaartse impact van de endogene factoren: de nominale

GRAFIEK 10 GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULD VAN DE OVERHEID
(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

bbp-groei zou immers hoger uitvallen dan de impliciete rente op de overheidsschuld en het primair saldo zou positief zijn. De exogene factoren van hun kant zouden een licht opwaartse invloed uitoefenen, aangezien de impact van de verkoop van een deel van de participatie van de federale overheid in BNP Paribas beperkter is dan het schuldverhogende effect van de toename van de leningen die worden verstrekt in het kader van het beleid inzake sociale huisvesting en van een aantal factoren met betrekking tot het schuldbeheer.

Nadien zou de schuldgraad verder dalen, opnieuw onder impuls van een gunstige rente-groeyndynamiek in combinatie met – weliswaar beperkte – primaire overschotten. Tegen het einde van de projectieperiode, in 2020, zou de schuldgraad op 100,5% bbp uitkomen. Er is echter geen rekening gehouden met eventuele extra maatregelen die de schuldgraad van de Belgische overheid sneller zouden doen dalen.

6. Verschillen met de vorige raming

De groei van de Belgische economie werd in deze raming slechts zeer licht, met gemiddeld minder dan 0,1 procentpunt, opwaarts bijgesteld. De twee punten waarvoor de vooruitzichten het sterkst werden bijgesteld in vergelijking met de voorjaarsprognoses, zijn de arbeidsmarkt en de overheidsfinanciën.

De groei van de binnenlandse werkgelegenheid verraste opnieuw positief in de recentste kwartalen van 2017, mede door herzieningen van eerdere INR-statistieken. Dit blijkt grotendeels het gevolg van een onderschatting van de participatiegraad, vooral bij de 55-64-jarigen, wat er lijkt op te wijzen dat de recente overheidsmaatregelen om vervroegde uittreding terug te dringen en het arbeidsaanbod uit te breiden, een groter effect hebben dan eerder geraamd. Rekening houdend met die trend, werd ook het verloop van de participatiegraad voor de toekomst licht opwaarts herzien. De hoger geraamde jobcreatie tijdens de volgende jaren wordt dus voor een deel opgevangen door de stijgende arbeidsmarktparticipatie. Niettemin zorgt de toegenomen werkgelegenheidscreatie ervoor dat de werkloosheidsgraad neerwaarts werd bijgesteld. Daarnaast werden de loonkosten per eenheid product, in vergelijking met de voorjaarsprognoses, opwaarts herzien door het tragere herstel van de productiviteit die samenhangt met de sterke werkgelegenheids groei bij een nauwelijks hogere bbp-groei.

De opvallendste wijziging in deze raming is wellicht de financieringsbehoefte van de overheid, die voor 2017 uitkomt op 1,2 % bbp. Dit is 0,8 procentpunt bbp beter dan wat in de voorjaarsramingen werd verwacht. Hoewel dat deels het gevolg is van de wat gunstigere macro-economische omstandigheden, zou bijna 0,4 procentpunt van de herziening sinds juni alleen al voortkomen uit de (veel) hogere voorafbetalingen door vennootschappen, terwijl de lagere EU-financiering en het betere uitgangspunt in 2016 samen ook 0,2 procentpunt van de herziening verklaren.

De overige wijzigingen zijn minder opvallend. Vaak zijn ze toe te schrijven aan herzieningen van de onderliggende gegevensreeksen voor het recente verleden. Zo wijzigde

het uitgangspunt voor de groeibijdragen van de bestedingscomponenten onder meer door de opname in de jaarrekeningen voor 2016 van een nieuwe, zeer omvangrijke aankoop van investeringsgoederen in het buitenland. Deze is neutraal voor de groei, maar heeft een duidelijke weerslag op de verdeling tussen de binnenlandse vraag en de netto-uitvoer. In het begin van de projectieperiode komt dit, als gevolg van niveau-effecten, tot uiting in een neerwaartse herziening van de raming voor de binnenlandse vraag, ten voordele van een evenredige toename van de groeibijdrage door de netto-uitvoer.

Ook wijzigingen in het wetgevende (fiscale) kader hebben tot herzieningen geleid. De inflatieramingen werden onder meer neerwaarts bijgesteld ten gevolge van de afschaffing, vanaf 1 januari 2018, van de energieheffing in het Vlaams gewest. In vergelijking met juni wordt ook de onderliggende inflatie licht neerwaarts herzien, gelet op de duurder euro. Die herziening heeft overigens, net als de afschaffing van de bovenvermelde heffing, met wat vertraging een lagere indexering van de lonen tot gevolg en werkt op die manier verder door in de prijsvorming.

7. Conclusie en beoordeling van de risicofactoren

De najaarsprognoses van het Eurosysteem wijzen momenteel op een periode van economische hoogconjunctuur in België en het eurogebied. De Belgische groei piekt dit en volgend jaar op 1,7 %, alvorens over de projectiehorizon geleidelijk vaart te minderen tot 1,4 % in 2020. Hiermee blijft België evenwel gedurende de hele projectieperiode duidelijk onder het gemiddelde groeitempo in het eurogebied, dat dit jaar nog op 2,4 % zou uitkomen. Net als in

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

Instelling	Publicatiedatum	Volumegroei bbp				Inflatie (HICP, tenzij anders vermeld)			
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Federaal Planbureau ⁽¹⁾	September 2017	1,7	1,7	1,5	1,6	2,0	1,6	1,6	1,5
IMF	Oktober 2017	1,6	1,6			2,1	1,2		
EC	November 2017	1,7	1,8	1,7		2,2	1,4	1,6	
OESO	November 2017	1,7	1,7	1,7		2,2	1,6	1,8	
Consensus Economics	December 2017	1,7	1,7			2,1	1,7		
NBB	December 2017	1,7	1,7	1,6	1,4	2,2	1,6	1,6	1,6

(1) Economische begroting voor 2017-2018, aangevuld met de economische vooruitzichten op middellange termijn voor 2019-2020, zoals die werden gepubliceerd in juni. Voor de inflatiecijfers betreft het de NICP.

het eurogebied wordt de voor België geraamde bbp-groei de komende jaren in belangrijke mate gedragen door de binnenlandse vraag.

Deze groeiramingen liggen dicht in de buurt van de recentste prognoses van de andere instellingen. Bij de groeiramingen van vóór november, zoals de Economische Begroting van het FPB van september en de recentste IMF-prognose van oktober, kon nog geen rekening worden gehouden met de eind oktober door het INR gepubliceerde herzieningen van de kwartaalrekeningen (met onder meer de opwaartse bijstelling van de groei in de eerste jaarhelft van 2017), maar de impact hiervan lijkt al met al beperkt te zijn.

Ondanks de relatieve eensluidendheid van de macro-economische ramingen, zijn dergelijke prognoses steeds gebaseerd op een bepaald kader van hypothesen en met grote onzekerheid omgeven.

Op internationaal vlak vormen spanningen op de financiële markten en geopolitieke risico's binnen en buiten de EU de voornaamste factoren van onzekerheid, aangezien zij ertoe kunnen leiden dat het kader waarbinnen deze ramingen tot stand kwamen, moet worden herzien. Daarnaast vormt ook het verdere verloop van de brexit-gesprekken een risico. Momenteel wordt nog steeds aangenomen dat er uiteindelijk een nauwe relatie zal blijven bestaan tussen de EU en het Verenigd Koninkrijk en dat de uittreding slechts weinig economische rimpelingen zal veroorzaken. Indien het afscheidingsproces een andere wending zou krijgen, moet de economische impact ervan opnieuw geëvalueerd worden.

De binnenlandse risico's voor de groeiramingen lijken, over het geheel genomen, neutraal voor de groei. Die risico's komen, net als in juni reeds het geval was, allereerst tot uiting op de arbeidsmarkt. Hoewel de reeds gepubliceerde kwartaalcijfers voor de werkgelegenheid voor 2017 verrassend sterk bleken, wordt nog steeds uitgegaan van een geleidelijke vertraging van de banengroei over de projectiehorizon onder invloed van toenemende spanningen op

de arbeidsmarkt. De onzekerheid voor de komende jaren hangt samen met de mate waarin en het tijdstip waarop deze spanningen zich zullen voordoen en met de vraag in hoeverre ze zullen worden gecompenseerd door de recente hervormingen die het arbeidsaanbod vergroten en die erop gericht zijn vraag en aanbod (zowel geografisch als inzake vaardigheden) beter op elkaar af te stemmen.

Voorts kan niet worden uitgesloten dat de bedrijfsinvesteringen wat langer het huidige groeitempo kunnen aanhouden dan momenteel wordt aangenomen. Het voor de komende jaren geraamde verloop wordt beïnvloed door de analyse dat de verhouding tussen de toename van die investeringen (gezuiverd voor specifieke transacties) en de bbp-groei in de loop van 2017 een maximaal niveau bereikt. Die bevinding is deels gebaseerd op de verhoudingen en het verloop in vroegere economische cycli, maar ook op het feit dat het ondernemersvertrouwen de afgelopen maanden is afgevlakt. De meest recente waarnemingen van dat ondernemersvertrouwen, die dateren van oktober en november 2017, verrasten echter in de positieve zin, wat de opwaartse risico's onderstreept.

Hoewel het in principe mogelijk is dat er op korte termijn nog een positieve impact volgt van de recente winst inzake (loon)kostenconcurrentievermogen, kan de recente appreciatie van de euro sterker dan verwacht de uitvoer en dus de netto-uitvoerpositie drukken. Bovendien bestaat het risico dat het structurele verlies aan marktaandeel (als gevolg van een teruglopend niet-kostenconcurrentievermogen) wordt onderschat, wat verdere risico's voor de export inhoudt over de projectiehorizon.

Voor de inflatie op zich, ten slotte, lijken de risico's in evenwicht te zijn, al moet worden opgemerkt dat heel specifiek de raming voor de loongroei in de periode 2019-2020 onzeker is, aangezien de loonnorm hiervoor nog moet worden onderhandeld. Indien die lager uitvalt dan momenteel wordt aangenomen, kan dat opnieuw afgeleide gevolgen hebben op de inflatie en de consumptie.

Bijlage

PROJECTIES VOOR DE BELGISCHE ECONOMIE: SYNTHESE VAN DE BELANGRIJKSTE RESULTATEN

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

	2016	2017 r	2018 r	2019 r	2020 r
Groei (voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)					
Bbp naar volume	1,5	1,7	1,7	1,6	1,4
Bijdragen tot de groei:					
Binnenlandse bestedingen, ongerekend voorraadwijziging ...	1,8	1,0	1,8	1,7	1,5
Netto-uitvoer van goederen en diensten	-0,6	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Voorraadwijziging	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,0
Prijzen en kosten					
Geharmoniseerde consumptieprijsindex	1,8	2,2	1,6	1,6	1,6
Gezondheidsindex	2,1	1,8	1,4	1,6	1,6
Bbp-deflator	1,6	2,0	1,6	1,6	1,5
Ruilvoet	0,7	-0,3	0,3	0,1	0,0
Loonkosten per eenheid product in de private sector ⁽¹⁾	-0,1	1,6	1,7	1,7	1,9
Uurloonkosten in de private sector ⁽¹⁾	-0,7	1,9	2,2	2,5	2,7
Productiviteit per arbeidsuur in de private sector	-0,6	0,3	0,5	0,8	0,8
Arbeidsmarkt					
Binnenlandse werkgelegenheid (gemiddelde jaar-op-jaar verandering, in duizenden personen) ..	57,7	69,4	54,0	37,6	29,8
Totaal arbeidsvolume ⁽²⁾	1,3	1,4	1,1	0,8	0,6
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad (in % van de beroepsbevolking van 15 jaar of ouder)	7,9	7,3	7,0	6,9	6,9
Inkomens					
Reëel beschikbaar inkomen van de particulieren	0,9	1,2	1,9	2,4	1,8
Spaarquote van de particulieren (in % van het beschikbaar inkomen)	11,2	11,2	11,5	12,0	12,2
Overheidsfinanciën					
Primair saldo (in % bbp)	0,4	1,3	1,0	0,6	0,6
Financieringssaldo (in % bbp)	-2,5	-1,2	-1,3	-1,5	-1,5
Overheidsschuld (in % bbp)	105,7	103,3	102,1	101,2	100,5
Lopende rekening					
(volgens de betalingsbalans, in % bbp)	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0

Bronnen: ADS, EC, INR, NBB.

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

(2) Totaal aantal gewerkte uren in de economie.

Worden bankkredieten aan goed presterende bedrijven verleend ?

C. Duprez
Ch. Piette (*)

Inleiding

Het kanaliseren van spaargelden naar productieve investeringsprojecten is een van de essentiële functies van het bankwezen. De afgelopen jaren is echter enige bezorgdheid ontstaan over een inefficiënte toewijzing van de verstrekte leningen. Dat is een van de factoren die vandaag worden aangehaald om de vertraging van de productiviteit te verklaren (Duval *et al.*, 2017, Besley *et al.*, 2017). Studies hebben trouwens aangetoond dat de banken sinds het begin van de jaren 2000 een toenemend aantal 'zombie-bedrijven' zouden blijven (her)financieren teneinde op hun balans geen verliezen te moeten boeken. De grotere overlevingskans van die bedrijven met een lage productiviteit, die op de rand van een stopzetting of een faillissement staan, doet evenwel de verzadiging van de markt toenemen en remt de groei van productievare ondernemingen af (McGowan *et al.*, 2017). In dat opzicht hebben het accommoderend monetair beleid en de lagerenteomgeving de financiering van minder renderende projecten vergemakkelijkt. Daarnaast werden andere factoren aangevoerd, zoals de grote economische onzekerheid waardoor de ondernemingen mogelijk minder bereid waren groeien werkgelegenheidsbevorderende investeringen te doen (Adler *et al.*, 2017).

Hoewel het uiteraard wenselijk is bankkredieten in de eerste plaats toe te kennen aan projecten met een hoog potentieel, is dat voor de banken niet het enige kredietverleningscriterium. Het voorzichtigheidsprincipe kan de banken ertoe aanzetten de financiering van innoverende

en groeibevorderende, maar niettemin zeer onzekere projecten af te wijzen. Deze stellen hen immers bloot aan wanbetalingsrisico's. De prudentiële regelgeving is er juist op gericht die risico's te beperken. Ze legt de banken met name kapitaalvereisten op die in verhouding staan tot de risico's van de componenten op de actiefzijde van hun balans, met inbegrip van de kredieten aan ondernemingen. De notie van risico kan de financiering van bepaalde projecten met een hoog potentieel dus in de weg staan.

Naast de beoordeling, door de banken, van de kwaliteit en het risiconiveau van de te financieren projecten, beïnvloeden ook vraaggebonden aspecten de kredietallocatie in een economie. Zo kan een goed presterend bedrijf zeker opteren voor alternatieve financieringsbronnen door bijvoorbeeld interne liquiditeitsreserves aan te wenden of een obligatielening uit te geven, zonder bij een bank een krediet aan te vragen. De waargenomen toewijzing van kredieten is dus altijd het resultaat van een evenwicht dat tegelijkertijd wordt bepaald door vraag- en aanbodfactoren, die niet altijd gemakkelijk te onderscheiden zijn.

Dit artikel heeft tot doel het verband te belichten tussen de kredietverstrekking aan bedrijven en de kenmerken van deze laatste, in het bijzonder hun economische prestaties. Daartoe wordt gebruik gemaakt van gegevens over de Belgische ondernemingen voor de periode 2005-2015. Voorts wordt een multivariate analyse toegepast waarin een maximaal aantal waarneembare variabelen in aanmerking wordt genomen teneinde de rol van iedere afzonderlijke variabele zo goed mogelijk te bepalen.

Het artikel is als volgt opgebouwd. Na een profiel van de goed presterende bedrijven in hoofdstuk 1 volgt in

(*) De auteurs danken S. Ben Hadj, O. De Jonghe, E. Dhyne en P. Ilbas voor hun nuttige opmerkingen.

paragraaf 2.1 een overzicht van de aan hen toegewezen kredieten, waarna in paragraaf 2.2 de voornaamste factoren worden behandeld die de krediettoewijzing beïnvloeden: de toegang tot alternatieve financieringsbronnen, de productiviteit, de rentabiliteit en de solvabiliteit, de leeftijd van het bedrijf en de investeringen die het verricht. In hoofdstuk 3 wordt het verband tussen bankkredieten en de duurzaamheid van de bedrijven besproken. De voornaamste bevindingen van de analyse worden opgesomd in de conclusie.

1. Profiel van de goed presterende bedrijven in België

De prestaties van de in België gevestigde bedrijven⁽¹⁾, die onze voornaamste variabele zijn, worden geraamd door middel van de totale factorproductiviteit (TFP). De TFP is een indicator aan de hand waarvan het niveau van de door een bedrijf gegenereerde toegevoegde waarde kan worden vergeleken met het gemiddelde van de bedrijfstak waartoe het behoort, rekening houdend met de werkgelegenheid die het scheidt en met zijn kapitaalvoorraad. Een hoge TFP geeft aan dat een bedrijf veel toegevoegde waarde creëert met de productiefactoren

waarover het beschikt. Een lage TFP wijst daarentegen op een relatief geringe creatie van toegevoegde waarde. Hoewel de TFP geen variabele is die rechtstreeks beschikbaar is in de jaarrekeningen, weerspiegelt ze over het algemeen gunstige kenmerken van een bedrijf, zoals de kwaliteit van het management, het vermogen om efficiënt te produceren, of eventuele concurrentievoordelen op de markten waarop het actief is⁽²⁾.

De TFP kan niet voor alle bedrijven worden geraamd omdat daartoe observaties nodig zijn voor diverse variabelen, zoals de toegevoegde waarde, de werkgelegenheid, de kapitaalvoorraad, het intermediair verbruik en de bedrijfstak. Die beperking heeft tot gevolg dat kleine bedrijven die geen werknemers in dienst hebben en zelfstandigen die geen vennootschap hebben opgericht, niet in deze steekproef zijn opgenomen. Er zij opgemerkt dat hieronder, ten behoeve van de leesbaarheid, enkel de term 'productiviteit' zal worden gebruikt in plaats van de afkorting TFP.

Hoewel productieve bedrijven zich per definitie onderscheiden door een efficiënter gebruik van de middelen waarover ze beschikken, vertonen ze ook andere gunstige kenmerken die hun belang voor de economische ontwikkeling beklemtonen (zie tabel 1).

Een van de in het oog springende kenmerken van de meest productieve bedrijven, dat zijn die uit het vijfde kwintiel van de productiviteitsverdeling, is dat ze over meer immateriële activa beschikken. Deze omvatten

(1) Onze steekproef omvat enkel niet-financiële ondernemingen.

(2) De hier gehanteerde TFP-maatstaf werd geraamd op basis van de Woolridge-methode (2009) en is uitgedrukt in euro, niet in fysieke eenheden. Hij kan dus ook weergeven dat het bedrijf zijn productie tegen een relatief hoge prijs verkoopt. Of een onderneming in staat is waarde te creëren, hangt dus af van haar technologische capaciteit of van een marktmacht. Voor deze analyse van het verband tussen de productiviteit en de kredietverlening is dat echter geenszins een handicap.

TABEL 1 KENMERKEN VAN DE BEDRIJVEN NAAR PRODUCTIVITEITSNIVEAU

(gegevens voor 2012; in %, tenzij anders vermeld)

	Productiviteitskwintielen				
	I	II	III	IV	V
Aandeel van de bedrijven met immaterieel kapitaal ⁽¹⁾	18,0	21,1	25,0	29,5	35,4
Aandeel van de tot een groep behorende bedrijven ⁽²⁾	10,3	13,3	20,6	32,0	50,1
Rentabiliteit ⁽³⁾	-0,5	4,3	6,0	7,7	10,2
Solvabiliteit ⁽⁴⁾	20,5	26,1	29,1	32,1	35,7
Bedrijfsbeëindiging ⁽⁵⁾	3,7	1,9	1,6	1,2	1,2
Werkgelegenheidsgroei (verandering tussen 2013 en 2015)	-16,1	-6,8	-2,1	0,2	2,1
Gemiddelde werkgelegenheid (voltijdequivalenten)	2,4	3,6	6,1	12,5	42,4

Bron: NBB.

(1) Stemmen overeen met de immateriële vaste activa, die onder meer kosten van onderzoek en ontwikkeling (R&D), concessies, octrooien, licenties, merken, goodwill en software omvatten.

(2) Bedrijven die, voor ten minste 10% van het maatschappelijk kapitaal, aandeelhouder zijn van andere Belgische of buitenlandse vennootschappen, of in handen zijn van andere Belgische of buitenlandse vennootschappen.

(3) Mediaan van de nettorentabiliteitsratio van de totale activa vóór belastingen en schuldenlasten.

(4) Mediaan van het aandeel van het eigen vermogen in het balanstotaal.

(5) In 2012 actieve bedrijven die tijdens de drie daaropvolgende jaren hun activiteiten stopzetten of failliet gingen.

onder meer kosten van R&D, octrooien, licenties en door de ondernemingen aangehouden software. Er bestaat een oorzakelijk verband tussen die immateriële activa en de economische resultaten van de bedrijven. Wanneer de R&D-uitgaven van een onderneming leiden tot de vervaardiging van innoverende producten, kan ze haar productie uitbreiden door nieuwe marktniches aan te boren. Immateriële activa kunnen ook gestalte krijgen in efficiëntere productieprocessen.

Voorts kan een verband worden gelegd tussen het hoge productiviteitsniveau van sommige bedrijven en het feit dat ze deel uitmaken van een groep, ongeacht of dat een Belgische of een buitenlandse groep is. Wanneer een bedrijf tot een groep behoort, kan het immers zowel voordeel halen uit gemeenschappelijke immateriële activa als uit productiviteitswinsten ten gevolge van schaalvoordelen.

De rentabiliteit van de ondernemingen hangt ook nauw samen met hun productiviteitsniveau. De meest productieve ondernemingen vertonen een rentabiliteitsratio met een mediaanwaarde van meer dan 10%, terwijl de ondernemingen uit het eerste productiviteitskwintiel, dat zijn de minst productieve, vaker verliezen lijden. Daarbij zij evenwel opgemerkt dat het verband tussen productiviteit en rentabiliteit niet altijd eenduidig is, en daar zijn verschillende redenen voor. Voor een gegeven prestatieniveau heeft een onderneming waarvan de opbrengsten uit productie in hogere mate aan de werknemers en in mindere mate aan de aandeelhouders worden uitgekeerd, bijvoorbeeld te kampen met een lagere rentabiliteit. De betere financiële gezondheid van de meest productieve bedrijven komt niet alleen tot uiting in de rentabiliteit, maar ook in een hogere solvabiliteitsratio omdat ze winst overdragen en reserves opbouwen.

Ten slotte kunnen productievere bedrijven uiteraard voortbestaan en groeien omdat ze in staat zijn winst te maken. Dat blijkt onder meer uit lagere faillissements- of stopzettingsratio's, en uit een aanzienlijk hogere werkgelegenheids-groei dan bij minder goed presterende bedrijven⁽¹⁾. Die verschillen in bedrijfsbeëindigingsratio's en in het werkgelegenheidsverloop weerspiegelen in zekere zin een proces van creatieve destructie en een efficiënte reallocatie van de productiefactoren, waarbij de minst productieve en de minst rendabele bedrijven verdwijnen, terwijl de best presterende zich verder ontwikkelen. Derhalve is het aandeel van de goed presterende bedrijven in de

totale economie, ongeacht of het wordt gemeten aan de hand van de werkgelegenheid, de kapitaalvoorraad of de toegevoegde waarde, relatief groot.

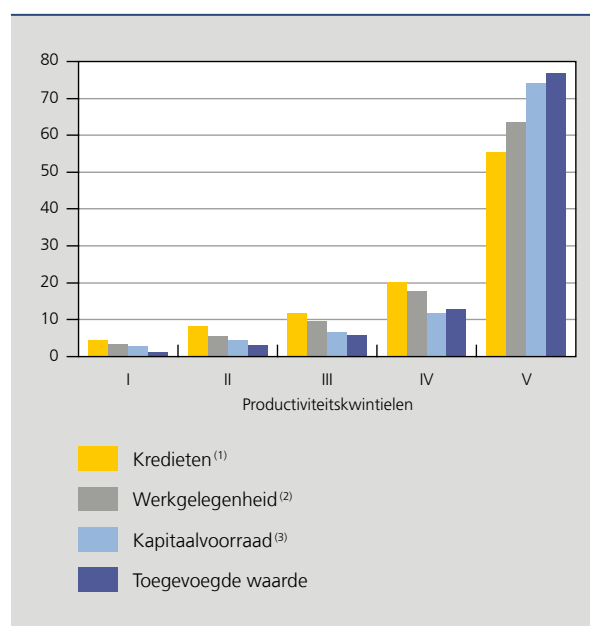
2. Toewijzing van bankkredieten aan de ondernemingen

2.1 Overzicht

Algemeen beschouwd, nemen de meest productieve bedrijven het grootste deel van de door ingezeten banken toegekende kredieten op. Zoals blijkt uit grafiek 1, beschikken de ondernemingen uit het vijfde productiviteitskwintiel over 55% van de uitstaande kredieten, tegen respectievelijk slechts 20%, 12%, 8% en 4% voor de lagere kwintielen.

Die vaststelling mag echter worden genuanceerd. De meest productieve bedrijven nemen immers 59% van de werkgelegenheid voor hun rekening, houden 62% van de kapitaalvoorraad aan en genereren 69% van de toegevoegde waarde. Productieve bedrijven nemen weliswaar meer kredieten op, maar niet in verhouding tot hun gewicht in de economie.

GRAFIEK 1 VERDELING VAN DE BANKKREDIETEN NAAR PRODUCTIVITEITSKWINTIEL
(gegevens voor 2015, in % van het totaal)



Bron: NBB.

- (1) Uitstaand bedrag van de toegestane kredieten op lange termijn.
- (2) Uitgedrukt in voltijdequivalenten.
- (3) Niet-financiële vaste activa.

(1) Daarbij zij opgemerkt dat de periode 2013-2015, waarvoor de werkgelegenheids-groei in tabel 1 werd berekend, vrij ongunstig was inzake arbeidsmarktontwikkelingen. Vooral in 2013 ging een groot aantal banen verloren. Zoals blijkt uit de gegevens in tabel 1, werden vooral de zwakst presterende bedrijven door dat banenverlies getroffen.

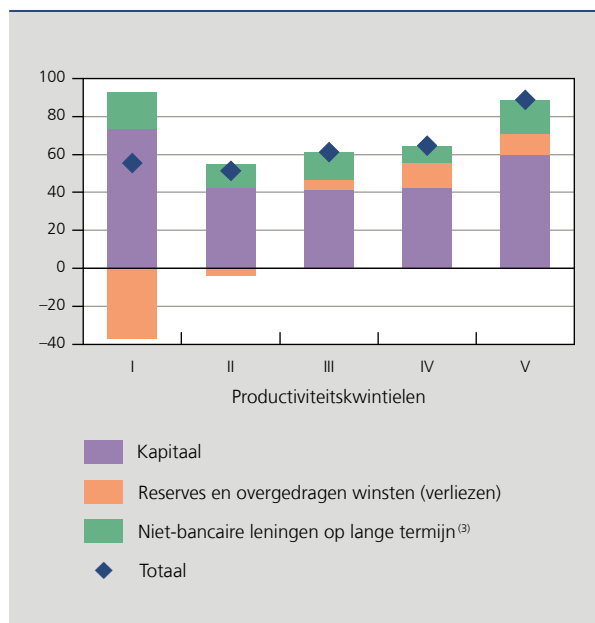
2.2 Factoren die de toewijzing van kredieten beïnvloeden

Alternatieve financieringsbronnen

Het feit dat het bankkrediet aan productieve bedrijven niet in verhouding staat tot hun gewicht in de economie, komt deels doordat ze frequenter over alternatieve financieringsmiddelen beschikken, bijvoorbeeld obligatieleningen. Bovendien behoren de meest productieve ondernemingen vaker tot een groep (zie hierboven). Ze kunnen dan putten uit bevoorrechte financieringsbronnen in de vorm van deelnemingen in het kapitaal of van leningen tussen ondernemingen. Het hoeft dus niet te verwonderen dat ze doorgaans beter gekapitaliseerd zijn tijdens de eerste jaren van hun bestaan en dat ze vaker niet-bancaire leningen verkrijgen (zie grafiek 2). De minst productieve ondernemingen financieren zich weliswaar nog meer met eigen kapitaal. Dat doen ze echter veeleer uit noodzaak. Hun zwakke rentabiliteit en de omvang van de daaruit voortvloeiende overgedragen verliezen beperken immers hun toegang tot bankfinanciering.

GRAFIEK 2 GEBUIK VAN ALTERNATIEVE FINANCIERINGSMIDDELEN DOOR JONGE ONDERNEMINGEN⁽¹⁾

(in % van de financieringsbehoeften op lange termijn⁽²⁾, gegevens voor 2015)



Bron: NBB.

- (1) Ondernemingen die reeds ten minste vijf jaar actief zijn.
 (2) De financieringsbehoeften op lange termijn worden benaderd aan de hand van de som van de vaste activa en de behoeften aan bedrijfskapitaal.
 (3) Omvatten zowel obligatieleningen als andere niet-bancaire leningen, zoals intragroepsfinanciering en door particulieren verstrekte leningen.

Bovendien is de kans groot dat de sterkere kapitalisatie van de zeer productieve jonge ondernemingen ook voor een deel de afspiegeling is van een frequenter beroep op financiering via risicokapitaal, onder meer door business angels, gespecialiseerde financieringsbedrijven of crowdfunding-platformen. Op basis van de beschikbare gegevens kan echter niet systematisch worden nagegaan welke ondernemingen die financieringsbronnen hebben aangewend.

De productiviteit

Zoals hierboven vermeld, zijn de meest productieve bedrijven doorgaans rendabeler en groter dan de andere, en hebben ze ook vlotter toegang tot andere financieringsbronnen. Die combinatie van kenmerken die specifiek gelden voor goed presterende ondernemingen, maakt het moeilijk de precieze rol van de productiviteit in de toewijzing van bankkredieten te beoordelen. Een beschrijvende benadering, zoals die in paragraaf 2.1, kan ertoe leiden dat aan die factor ten onrechte een effect wordt toegeschreven dat in werkelijkheid voortvloeit uit de andere kenmerken van die bedrijven, zoals hun omvang of hun rentabiliteit.

Om die inherente beperking van de beschrijvende analyse op te vangen, wordt hieronder een multivariate benadering gehanteerd, die wordt beschreven in het kader. Deze methode biedt het voordeel dat ze nauwkeurig het verband aan het licht brengt tussen de nieuwe kredieten⁽¹⁾ en iedere factor afzonderlijk. Bovendien wordt meer aandacht besteed aan de determinanten van het verkrijgen van een krediet dan aan de omvang van de desbetreffende bedragen. Die omvang wordt immers vooral beïnvloed door de grootte van de financieringsbehoeften. In het kader van deze analyse is het echter niet de bedoeling na te gaan of de bedrijven de passende bedragen aan kredieten ontvangen, maar wel om een 'robotportret' te maken van de ondernemingen die een bankkrediet verkrijgen en van die welke er geen ontvangen.

(1) De nieuwe kredieten omvatten de nieuwe kredietgever-kredietnemersrelaties tussen een bank en een onderneming, en de verlengingen van bestaande leningen.

Kader – Methodologie

Om de kenmerken te bepalen van de bedrijven die kredieten verkrijgen, werden de gegevens van de balanscentrale gekoppeld aan die van de centrale voor kredieten aan ondernemingen. De eerstgenoemde gegevens verschaffen informatie over de kenmerken van elk bedrijf, zoals de werkgelegenheid, de kapitaalvoorraad, de toegevoegde waarde, de bedrijfstak, enz. Ze maken het ook mogelijk de TFP te ramen. De gegevens van de centrale voor kredieten aan ondernemingen bevatten de bedragen van de verstrekte kredieten, per bank en per kredietnemend bedrijf. Als 'kredieten' worden hier alle vormen van leningen beschouwd die de banken gewoonlijk aan de ondernemingen toekennen om in financieringsbehoeften op lange termijn te voorzien, dus voornamelijk leningen met een vaste looptijd en leningen op afbetaling⁽¹⁾. Het hier gehanteerde staal van gegevens betreft de periode 2005-2015.

De toegepaste econometrische benadering is gebaseerd op een regressie van het probit-type; deze meet de impact van iedere factor op een binaire variabele die voor een nieuw bankkrediet gelijk is aan 1 en anders aan 0. Als verklarende factoren gelden de productiviteit, de rentabiliteit, de solvabiliteit⁽²⁾, de liquiditeitsbehoeften⁽³⁾, de ondernemingsgrootte, de leeftijd, de bedrijfstak, de rechtsvorm, de vraag of de onderneming al dan niet investeert en of ze al dan niet deel uitmaakt van een groep⁽⁴⁾, en de conjuncturele invloeden of de met het macrofinanciële kader samenhangende effecten, die worden weergegeven door jaarspecifieke binaire variabelen. Om endogeniteitsrisico's te voorkomen, worden in het probitmodel de eventueel in de loop van een gegeven boekjaar verkregen nieuwe kredieten gekoppeld aan de kenmerken die de bedrijven vertoonden bij het afsluiten van de jaarrekening van het voorgaande jaar.⁽⁵⁾ De resultaten van die regressie zijn opgenomen in de bijgaande tabel A.1.

Voor elke variabele, bijvoorbeeld de productiviteit, kan aan de hand van het probitmodel een voorspelde kans worden geraamd. Deze biedt een gemiddeld antwoord, berekend over het hele staal, voor verschillende gegeven waarden van de desbetreffende variabele, terwijl de andere variabelen onveranderd worden gehouden. Het grote voordeel van de voorspelde kans is dat deze niet wordt beïnvloed door eventuele correlaties tussen de verschillende verklarende variabelen. Aangezien het staal bijna 100 000 observaties omvat, worden voor elke beschouwde factor afzonderlijk robuuste ramingen verkregen.

Naast de toegepaste binaire benadering werd ook op de bedragen van de toegestane kredieten een toetsing uitgevoerd. Alle resultaten zijn eveneens in tabel A.1 opgenomen. Daaruit blijkt dat de variabelen die bepalen of een bedrijf al dan niet over een krediet beschikt, ook de toegestane bedragen beïnvloeden. Al met al zijn de resultaten voor de bedragen sterk vergelijkbaar met die van de binaire benadering. Daarom worden in dit artikel enkel de resultaten van deze laatste toegelicht.

(1) In deze definitie worden kortlopende kredietfaciliteiten buiten beschouwing gelaten. Deze worden echter wel in aanmerking genomen in het derde hoofdstuk van dit artikel.

(2) Aandeel van het eigen vermogen in het balanstotaal.

(3) De liquiditeitsbehoeften worden geraamd op basis van het verschil tussen de behoeften aan bedrijfskapitaal en het bedrijfskapitaal. Er wordt aangenomen dat een bedrijf een liquiditeitsbehoefte kan hebben zodra dat verschil positief is.

(4) De groep kan louter binnenlands zijn, internationaal met een Belgische moederonderneming of internationaal met een buitenlandse moederonderneming.

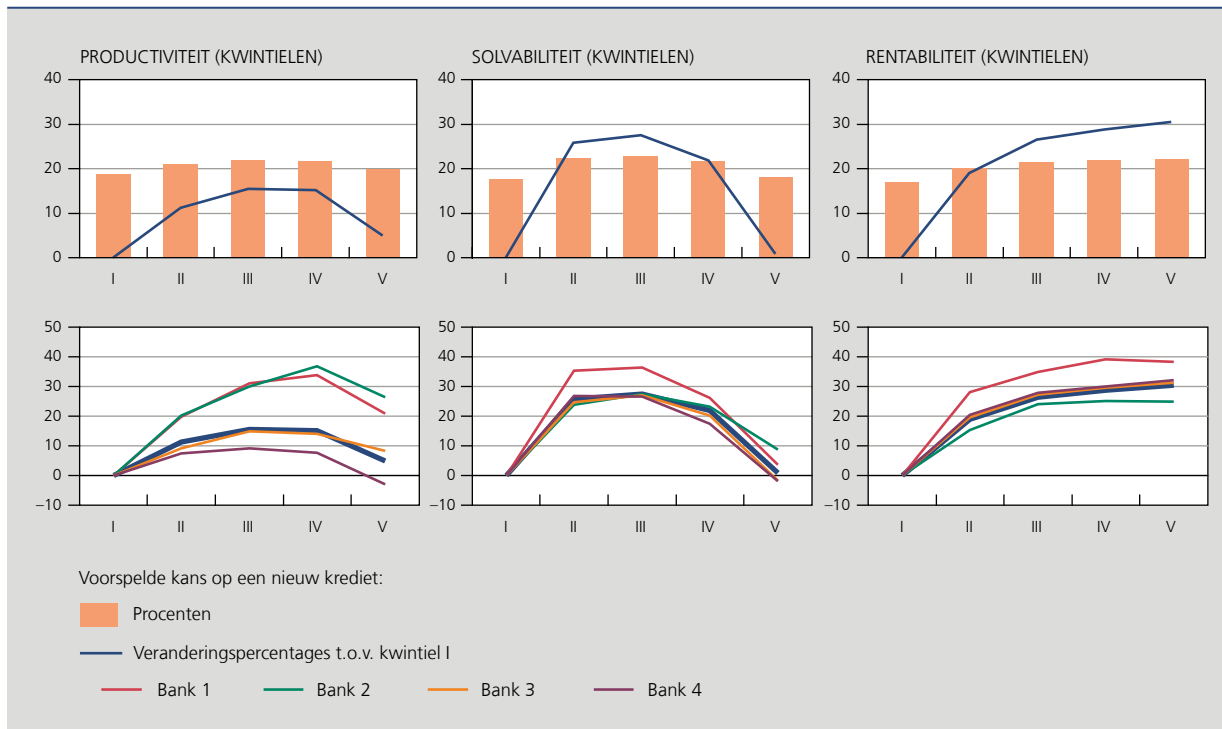
(5) De bedoeling hiervan is de invloed te bepalen van elke factor op de bankkredieten, en niet het omgekeerde effect. Bankkredieten beïnvloeden evenwel rechtstreeks sommige factoren, zoals de solvabiliteit. Ze verlagen immers automatisch het aandeel van het eigen vermogen in het balanstotaal. Om de invloed van de bankkredieten op de solvabiliteit te beperken, worden de in het jaar t toegestane bankkredieten beschouwd op grond van de solvabiliteit in $t-1$.

Eerst wordt nu ingegaan op de resultaten voor de productiviteit. De voorspelde kans⁽¹⁾ op een nieuw krediet bedraagt 19% voor de bedrijven uit het eerste productiviteitskwintiel en respectievelijk 21%, 22%, 22% en 20% voor de volgende kwintielen (zie grafiek 3, linkerpaneel bovenaan). In vergelijking met de voorspelde kans voor het eerste kwintiel liggen de kansen op een nieuw krediet voor de volgende kwintielen, uitgedrukt in veranderingspercentages, respectievelijk 11%, 16%, 15% en 5% hoger.

Bij dat resultaat dienen twee kanttekeningen te worden geplaatst. Ten eerste houden de banken rekening met de economische resultaten van de ondernemingen wanneer ze aan deze laatste leningen willen verstrekken. De

(1) De gemiddelde voorspelde kans geeft het gemiddelde antwoord van het hele staal ingeval de productiviteit van alle bedrijven gelijk is aan een gegeven waarde (achtereenvolgens het gemiddelde peil van het eerste kwintiel, het tweede kwintiel, enz.), waarbij alle andere kenmerken van de bedrijven ongewijzigd worden gehouden. Het grote voordeel van de voorspelde kans is dat ze niet wordt beïnvloed door correlaties tussen de kenmerken.

GRAFIEK 3 VERBANDEN TUSSEN PRODUCTIVITEIT, SOLVABILITEIT, RENTABILITEIT EN NIEUWE KREDIETEN
(ramingen voor de periode 2006-2015)



Bron: NBB.

minst presterende bedrijven hebben het immers moeilijk om een bankkrediet te verkrijgen. De toewijzing van kredieten is echter weinig gevoelig voor de productiviteit. De voorspelde kans om een nieuw krediet te verkrijgen, is vrijwel gelijk voor het tweede, derde en vierde productiviteitskwintiel. Ten tweede wijst de geringere kans voor het laatste kwintiel op een relatief beperkte toegang tot nieuwe kredieten voor de meest productieve bedrijven. Zelfs als voor enkele vraagfactoren wordt gecontroleerd, zoals de vraag of de onderneming behoort tot een groep, of haar rechtsvorm (en dus haar eventuele toegang tot financiering via aandelen, bijvoorbeeld voor naamloze vennootschappen), is het onmogelijk om exhaustief te zijn. Zo kan niet worden gemeten hoe vlot een bedrijf kan overschakelen op bepaalde vormen van alternatieve financiering, zoals risicokapitaal. Het resultaat voor de meest productieve bedrijven valt dus moeilijk te interpreteren. Over het geheel genomen, wijzen die ramingen echter op het zeer ambigu verband tussen nieuwe kredieten en het productiviteitsniveau van de bedrijven.

De analyse die tot dusver voor het totale niveau is uitgevoerd, kan ook afzonderlijk worden verricht voor elk van de vier grote commerciële banken die in België actief zijn⁽¹⁾. Uit die oefening blijkt dat de relatie tussen

nieuwe kredieten en de productiviteit van de bedrijven aanzienlijk varieert van de ene grote bank tot de andere. Voor de banken 1 en 2 is het verband tussen de verstrekte nieuwe kredieten en de productiviteit van de bedrijven veel meer uitgesproken. Zo hebben, voor bank 2, de bedrijven uit het vierde en het vijfde productiviteitskwintiel respectievelijk 37% en 25% meer kans om over een nieuw krediet te beschikken dan die uit het eerste kwintiel. De banken 3 en 4 zijn daarentegen veel minder gevoelig voor de productiviteit. Voor bank 4 ligt de voorspelde kans van de bedrijven uit het vierde kwintiel slechts 9% hoger, terwijl de meest productieve ondernemingen minder kans maken om een nieuw krediet te verkrijgen dan de minst presterende bedrijven.

De solvabiliteit en de rentabiliteit

Een soortgelijke oefening als die voor de productiviteit kan worden gemaakt voor de solvabiliteit en de rentabiliteit, twee elementen die de banken doorgaans in aanmerking nemen om de wanbetalingsrisico's te beoordelen, onder meer via hun interne modellen.

(1) Om redenen van vertrouwelijkheid worden de vier grote banken niet geïdentificeerd, maar willekeurig aangeduid met een cijfer van 1 tot 4.

De relatie tussen de solvabiliteit van de bedrijven, dat wil zeggen het aandeel van het eigen vermogen – met inbegrip van de reserves en de geherinvesteerde winsten – in hun balans totaal, en de voorspelde kans op een nieuw krediet is niet lineair. Zoals blijkt uit het middelste paneel van grafiek 3 neemt ze de vorm van een omgekeerde 'U' aan. De kans is terzelfder tijd kleiner voor de minst en voor de meest solvabele ondernemingen. Het eerste resultaat heeft uiteraard te maken met het gebrek aan vertrouwen van de kredietinstellingen in ondernemingen met een overmatige schuldenlast in verhouding tot hun eigen vermogen en/of een accumulatie van overgedragen verliezen. Het tweede resultaat hangt wellicht samen met een vraageffect. De bedrijven die sterker gekapitaliseerd zijn of die metertijd aanzienlijke reserves hebben aangelegd, zijn immers het best in staat zichzelf te financieren door hun beschikbare liquiditeiten in te ruilen tegen bankkredieten.

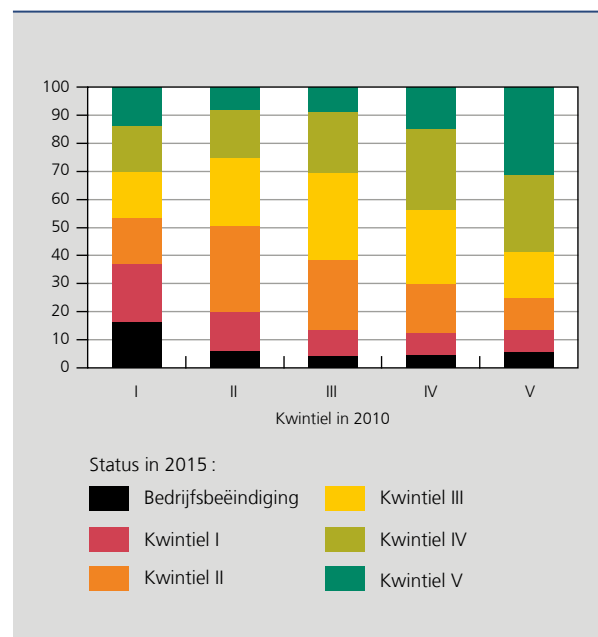
Het resultaat inzake rentabiliteit – dat wordt gemeten aan de hand van de nettorentabiliteitsratio van de totale activa vóór belastingen en schuldenlasten – is dan weer eenduidig. De meest rendabele ondernemingen maken een veel grotere kans om een nieuw krediet te verkrijgen. De interpretatie van die relatie is vrij intuïtief; voldoende hoge bedrijfsresultaten geven de banken een zeer goed signaal, aangezien ze een garantie vormen dat een onderneming in staat is haar schulden af te lossen.

De gevoeligheid van nieuwe kredieten voor de solvabiliteit of de rentabiliteit varieert van de ene grote bank tot de andere, maar in veel mindere mate dan voor de productiviteit (zie grafiek 3, onderste panelen in het midden en rechts). De gevoeligheid van de banken 3 en 4 stemt overeen met het gemiddelde voor alle banken. Interessant is dat de relatie tussen nieuwe kredieten en de rentabiliteit het sterkst is voor bank 1, die reeds zeer gevoelig blijkt voor de productiviteit.

Algemeen beschouwd, heeft het belang dat de kredietinstellingen hechten aan de boekhoudkundige ratio's betreffende de financiële gezondheid van de kredietnemers, met name te maken met het principe dat ze goede voorspellende indicatoren zijn van de duurzaamheid van de ondernemingen en van hun toekomstige capaciteit om hun financiële verplichtingen na te komen. Voor 16 % van de ondernemingen uit het eerste rentabiliteitskwintiel in 2010 gold immers dat ze hun activiteiten hadden stopgezet of vijf jaar later failliet waren verklaard⁽¹⁾, terwijl dat percentage terugloopt tot slechts 5 % voor de meest rendabele ondernemingen (zie grafiek 4).

(1) In dit percentage bedrijfsbeëindigingen wordt geen rekening gehouden met de verdwijningen als gevolg van fusies of overnames.

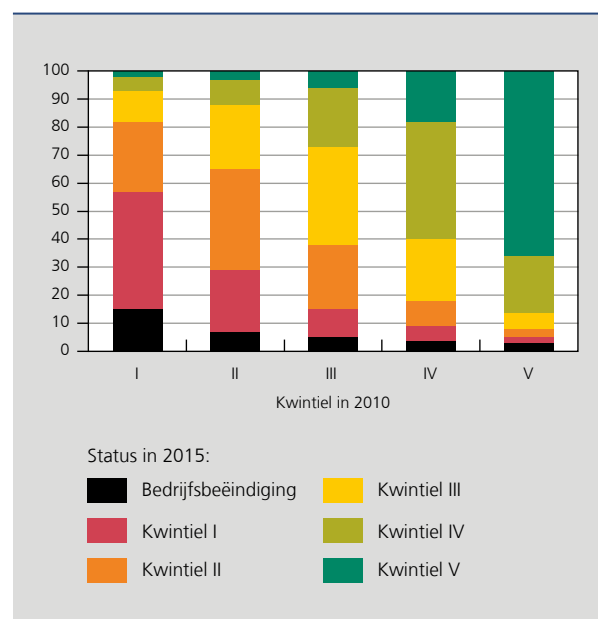
GRAFIEK 4 BEWEGINGEN VAN DE BEDRIJVEN BINNEN DE RENTABILITEITSVERDELING⁽¹⁾
(in %)



Bron: NBB.

(1) Gemeten aan de hand van de nettorentabiliteitsratio van de activa vóór belastingen en schuldenlasten.

GRAFIEK 5 BEWEGINGEN VAN DE BEDRIJVEN BINNEN DE PRODUCTIVITEITSVERDELING
(in %)



Bron: NBB.

Hoewel ongunstige ratio's wel degelijk een wanbetalingsrisico op een bepaald tijdstip weerspiegelen, kan dat risico mettertijd echter veranderen, en de beoordeling ervan kan derhalve omgeven zijn door onzekerheden. De tijdens een boekjaar behaalde winsten van een onderneming zijn niet noodzakelijk representatief voor haar toekomstige winsten. Zo blijkt dat van de ondernemingen uit het eerste rentabiliteitskwintiel in 2010 slechts 21% in dat kwintiel is gebleven in 2015, terwijl 14% ervan overging naar het vijfde kwintiel.

Ter vergelijking: een dergelijke instabiliteit in de tijd blijkt niet voor de andere bestudeerde indicatoren, met name voor de productiviteit (zie grafiek 5). Die resultaten wijzen erop dat een discriminerende indicator voor de kredietverlening, namelijk de rentabiliteit, relatief instabiel is in de tijd.

Leeftijd van het bedrijf

De leeftijd van het bedrijf beïnvloedt ook de kans om over bankkredieten te beschikken. In de populatie van bedrijven die in 2015 een bankkrediet hadden, zijn de oudste bedrijven ruimer vertegenwoordigd (zie grafiek 6, linkerpaneel). Jonge bedrijven lijken dus bepaalde moeilijkheden te ondervinden om een bankkrediet te verkrijgen. Die vaststelling wordt bevestigd door de

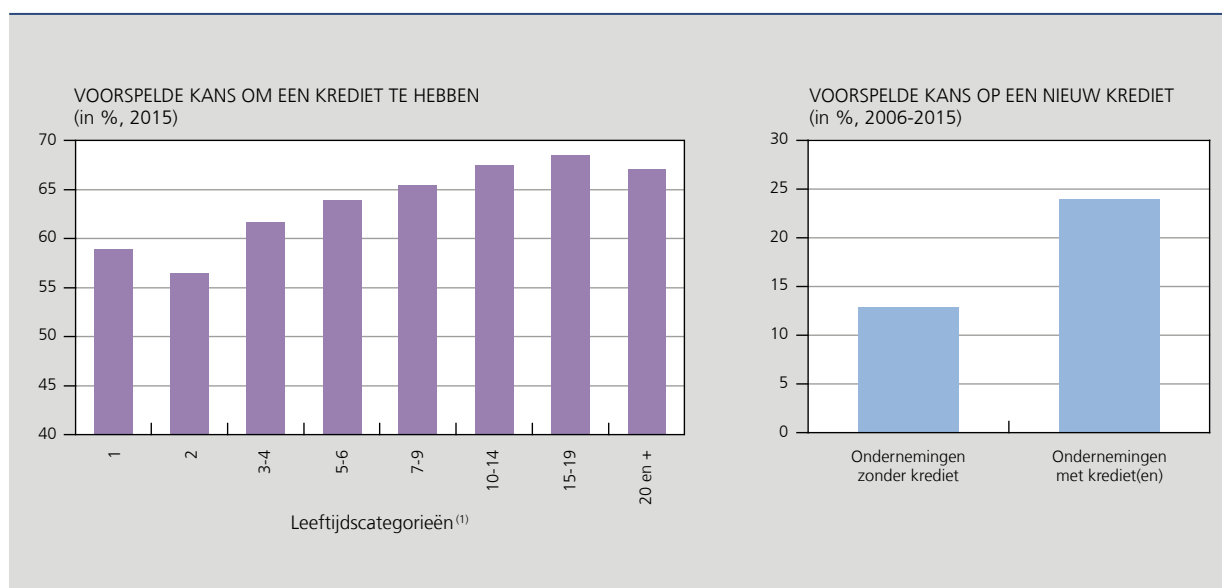
duidelijke problemen om een eerste krediet te krijgen (zie Grafiek 6, rechterpaneel). Ten opzichte van de bedrijven zonder kredieten maken de ondernemingen die wel reeds over minstens één krediet beschikken, tweemaal meer kans om een nieuw krediet of een verlenging van een bestaand krediet te verkrijgen.

Investerings

Uiteraard dienen bankkredieten om in financieringsbehoeften te voorzien. Ze worden meer toegekend aan bedrijven die investeringen verrichten. De voorspelde kans op een nieuw krediet bedraagt slechts 12% indien het bedrijf niet investeert, terwijl ze veel hoger ligt als het wél investeert (zie grafiek 7). Er is echter een groot verschil naargelang van het type investeringen.

De voorspelde kans stijgt aanzienlijk bij investeringen in fysiek kapitaal. Ze belooft 37% en zelfs 45% bij gelijktijdige investeringen in fysiek kapitaal en immaterieel kapitaal. Enkel investeren in immaterieel kapitaal beïnvloedt daarentegen veel minder de kans op een nieuw krediet, die maar 17% bedraagt. Dat resultaat heeft wellicht te maken met het feit dat investeringen in immaterieel kapitaal, in tegenstelling tot die in fysiek kapitaal, zelden kunnen worden gebruikt als waarborg bij de banken.

GRAFIEK 6 MOEILIKHEDEN OM EEN EERSTE BANKKREDIET TE VERKRIJGEN

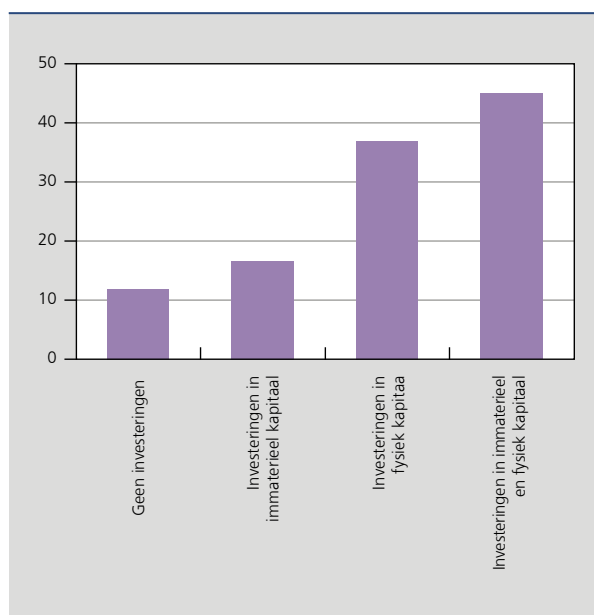


Bron: NBB.

(1) Aantal sinds de oprichting van het bedrijf verstreken jaren.

GRAFIEK 7 KREDIETEN FINANCIËREN VOORAL DE INVESTERINGEN IN FYSIEK KAPITAAL EN MINDER DIE IN IMMATERIEEL KAPITAAL

(voorspelde kans op een nieuw krediet in %, ramingen voor de periode 2006-2015)



Bron: NBB.

3. Bankkredieten en duurzaamheid van de bedrijven

Het verband tussen kredieten en bedrijfsinvesteringen wijst op de essentiële rol die het bankwezen speelt in de economische ontwikkeling. Door aan ondernemingen leningen te verstrekken, stellen de banken die ondernemingen in staat om onder meer het productievermogen tot stand te brengen dat ze nodig hebben om hun projecten te realiseren. Naast investeringen kunnen bankkredieten ook behoeften aan bedrijfskapitaal financieren. Het is immers noodzakelijk over voldoende liquiditeitsreserves te beschikken om de dagelijkse werking te garanderen, onder meer door de lonen of de facturen van de leveranciers te betalen. Zonder die liquiditeiten loopt een bedrijf het risico zijn betalingen te moeten staken.

Bankkredieten kunnen dus bijdragen aan de leefbaarheid en aan de duurzaamheid van de ondernemingen. Zoals blijkt uit

(1) Die ramingen zijn gebaseerd op een discretekeuzemodel met als verklarende variabele, onder meer, de bedragen van de bankkredieten, waarvan de perimter wordt gedefinieerd zoals in het voorgaande hoofdstuk, namelijk door er de soorten leningen in op te nemen die gewoonlijk worden gebruikt voor financiering op lange termijn. In de specificatie zijn eveneens, via een additionele variabele, de leningen begrepen die worden verkregen door middel van kortlopende instrumenten, zoals toegestane debetsaldi op bankrekeningen. De respectieve invloeden van die twee categorieën van leningen op de kans op bedrijfsbeëindiging werden geraamd op basis van een 'complementary log-log'-model (zie Tsoukas, 2011), waarbij ze werden gezuiverd voor de effecten van een reeks controlevariabelen.

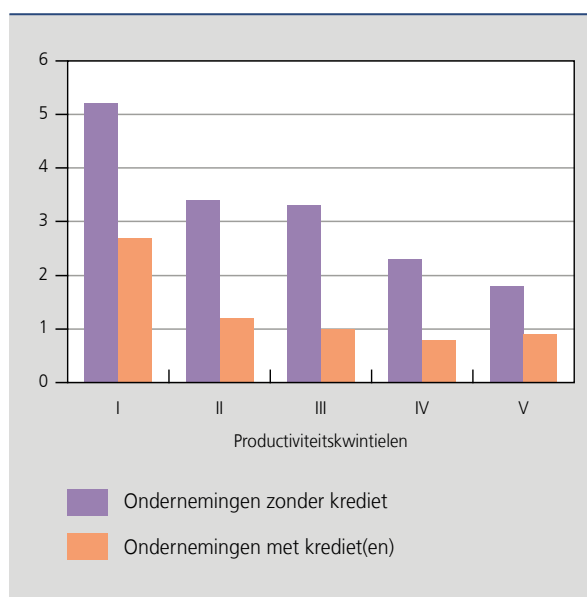
grafiek 8, lopen bedrijven die een krediet hebben verkregen minder risico op een stopzetting van hun activiteiten dan ondernemingen die geen beroep konden doen op die financieringsbron, en dat ongeacht hun productiviteitsniveau. Dit onderstreept dat het beschikken over een bankkrediet – en, meer in het algemeen, over financieringsbronnen op lange termijn – zelfs voor de best presterende ondernemingen blijkbaar een bepalende overlevingsfactor is.

Het oorzakelijk verband tussen het verkrijgen van een krediet en de overlevingskans van een bedrijf werkt weliswaar niet in één richting. Productieve ondernemingen kunnen misschien geen krediet verkrijgen omdat ze kenmerken vertonen die wijzen op een nakend in gebreke blijven, zoals een lage rentabiliteit. Het gunstige effect dat bankfinanciering uitoefent op het voortbestaan van de bedrijven is echter statistisch significant, zelfs als het wordt geïsoleerd van de invloed van andere factoren die hun overleving kunnen beïnvloeden.

De ramingen⁽¹⁾ in de bijgaande tabel A.2 bevestigen immers dat, ceteris paribus, bankkredieten systematisch gepaard gaan met een hogere overlevingskans. Dat effect is des te groter voor de meest productieve ondernemingen, wat doet vermoeden dat bankkredieten, gemiddeld beschouwd, een doorslaggevender invloed hebben op hun overlevingskans dan voor de minst productieve bedrijven.

GRAFIEK 8 PERCENTAGE BEDRIJFSBEÏNDIGINGEN NAAR PRODUCTIVITEITSNIVEAU

(in % van de in 2012 actieve ondernemingen die tijdens de drie daaropvolgende jaren hun activiteiten stopzetten of failliet gingen)



Bron: NBB.

Kortlopende kredietfaciliteiten gaan daarentegen niet gepaard met hogere overlevingskansen. Ze hebben zelfs een significant effect op de bedrijfsbeëindigingskans van de minst productieve ondernemingen, omdat ze voor deze laatste een faillissementsrisico weerspiegelen dat samenhangt met een te hoge schuldgraad op korte termijn⁽¹⁾.

Conclusie

Bankkredieten zijn vaak van cruciaal belang voor het welslagen van de projecten die ondernemingen tot stand brengen. Ze bieden deze laatste, en met name de best presterende, een voldoende solide financieringsgrondslag om zich verder te kunnen ontwikkelen. Zodoende dragen de banken sterk bij aan de economische groei en de werkgelegenheidscreatie.

Uit de in dit artikel toegelichte resultaten blijkt niettemin dat het percentage bankkredieten aan de meest productieve bedrijven kleiner is dan wat op basis van hun gewicht in de economie mag worden verwacht. Dat komt deels doordat de best presterende ondernemingen een ruimere toegang hebben tot alternatieve financieringsbronnen, waaronder intragroepsfinanciering, en dat ze derhalve niet systematisch een bankkrediet aangaan om hun projecten te financieren. In deze analyse wordt echter gewezen op bepaalde factoren die de overheveling van de door banken beheerde middelen naar de best presterende ondernemingen kunnen belemmeren. Vooral een hoog risicoprofiel bemoeilijkt de toegang tot bankkrediet, en dit zelfs als de productiewijze of de positionering op de markt van een onderneming haar in staat stellen goed te presteren of haar daartoe het potentieel verlenen.

In dat verband kunnen de verschillende in deze studie belichte determinanten van de kredietverstrekking worden gebruikt om een 'robotportret' te schetsen van de goed presterende onderneming die toch moeilijkheden kan

ondervinden om een lening te verkrijgen. Dat is doorgaans een pas opgerichte onderneming die niet tot een groep behoort. Een dergelijke onderneming is nog niet in staat de levensvatbaarheid van haar project overtuigend te waarborgen op basis van haar eerste boekhoudkundige resultaten, hoewel deze zich de komende jaren gunstig kunnen ontwikkelen. Ze heeft, a fortiori, ook nog geen bancaire voorgeschiedenis om aan te tonen dat ze haar schulden kan aflossen. Berust haar project bovendien hoofdzakelijk op de exploitatie van immateriële activa, zoals een octrooi, dan biedt ze de banken slechts weinig materiële garanties op het ogenblik dat ze een lening aanvraagt.

Die houding van de banken ten aanzien van het risico is gerechtvaardigd in het licht van de financiële stabiliteit. Ze wordt zelfs aangemoedigd door de prudentiële regelgeving die de banken kapitaalvereisten oplegt in verhouding tot de risicovolle aard van de componenten op de actiefzijde van hun balans, met inbegrip van de kredieten aan ondernemingen. Het feit dat de toegang tot bankfinanciering van sommige jonge ondernemingen met een hoog potentieel kan worden beperkt door de onzekerheid over hun levensvatbaarheid, onderstreept overigens het belang van alternatieve financieringen, met name de financiering via risicokapitaal.

Doordat de financiering via risicokapitaal het geïnvesteerde eigen vermogen van de ondernemingen versterkt, stelt ze beginnende bedrijven een toereikende kapitaalbuffer ter beschikking om eventuele tijdens de opstartfase geleden verliezen op te vangen. In België zijn onlangs initiatieven genomen, ook op gewestelijk niveau, om die financieringswijze te bevorderen of een reglementair kader te bieden⁽²⁾. Via haar geplande kapitaalmarktunie beoogt de Europese Commissie daartoe eveneens een aantal maatregelen te nemen. Voor zover die initiatieven daadwerkelijk de middelen zouden kunnen kanaliseren naar de ondernemersprojecten die de grootste toegevoegde waarde creëren, zijn ze zeker relevant.

(1) Dit is trouwens de reden waarom die kortlopende kredietinstrumenten niet werden opgenomen in de analyse in hoofdstuk 2.

(2) Het betreft onder meer de 'tax shelter', die erin bestaat een fiscale stimulans te geven aan particulieren die in jonge ondernemingen beleggen, een op maat gesneden regelgevend kader in te voeren voor crowdfunding-platforms, dat met name moet toezien op de beroepskwaliteiten van de beheerders van die platforms, en de beleggers te beschermen. Die erkenningsregels werden vastgelegd in de wet van 18 december 2016. De gewesten hebben trouwens ook initiatieven inzake overheidsfinanciering genomen. Vermeldenswaardig zijn onder meer de 'Seed & Early Stage' in Vlaanderen, de investeringsbijdragen in Brussel en de maatregelen van de SOWALFIN en de SRIW in Wallonië.

Bijlagen

TABEL A.1 KANS OP EEN NIEUW KREDIET EN TOEGESTANE BEDRAGEN
(gegevens voor 2006-2015)

Verklarende variabelen	Binaire benadering (krediet = 1, geen krediet = 0)		Toegestane bedragen
	(voorspelde kans)	(gemiddeld marginaal effect ⁽¹⁾)	(marginaal effect)
Productiviteit (PTF) in $t-1$			
Kwintiel I	18,9***	–	–
Kwintiel II	21,0***	11,2***	1,1***
Kwintiel III	21,9***	15,5***	1,5***
Kwintiel IV	21,8***	15,3***	1,4***
Kwintiel V	19,9***	5,0	0,5
Rentabiliteit in $t-1$			
Kwintiel I	17,0***	–	–
Kwintiel II	20,2***	19,1***	1,8***
Kwintiel III	21,5***	26,5***	2,4***
Kwintiel IV	21,9***	28,8***	2,6***
Kwintiel V	22,2***	30,5***	2,7***
Solvabiliteit in $t-1$			
Kwintiel I	17,8***	–	–
Kwintiel II	22,4***	25,8***	2,3***
Kwintiel III	22,8***	27,6***	2,4***
Kwintiel IV	21,8***	22,0***	1,9***
Kwintiel V	18,0***	0,9	-0,1
Investerings⁽²⁾			
Geen	11,9***	–	–
In fysiek kapitaal	37,0***	209,6***	1,2***
In immaterieel kapitaal	16,6***	39,0***	0,3***
In fysiek kapitaal en immaterieel kapitaal	45,0***	276,6***	–
Grootteklasse (aantal werknemers)			
0	18,4***	–	–
1-9	20,4***	10,9***	1,1***
10-49	23,1***	25,8***	2,2***
50-249	19,0***	3,6	-0,4
meer dan 250	13,6***	-25,9***	-4,9***
Leeftijdscategorie (aantal jaren)			
1 jaar	25,8***	–	–
2 jaar	22,8***	-11,6***	-1,4***
3-4 jaar	22,0***	-14,8***	-1,9***
5-6 jaar	21,1***	-18,0***	-2,4***
7-9 jaar	21,1***	-18,1***	-2,4***
10-14 jaar	21,0***	-18,4***	-2,4***
15-19 jaar	20,9***	-18,9***	-2,4***
meer dan 20 jaar	20,1***	-22,1***	-2,9***
Beschikt reeds over een krediet?			
Nee	12,9***	–	–
Ja	24,0***	86,2***	5,9***
Liquiditeitsbehoefte in $t-1$⁽³⁾			
Nee	19,2***	–	–
Ja	23,1***	20,4***	2,0***
Behoort tot een groep			
Nee	21,2***	–	–
Ja	19,5***	-8,0***	-0,8***
Vaste effecten: bedrijfstak (NACE 2 digits)			
Ja	Ja	Ja	Ja
Vaste effecten: rechtsvorm			
Ja	Ja	Ja	Ja
Vaste effecten: jaren			
Ja	Ja	Ja	Ja
Aantal observaties	942 496	942 496	942 496

Bron: NBB.

(1) Het gemiddelde marginale effect stemt overeen met de verandering (in %) in de kans op een nieuw krediet ten opzichte van de referentiegroep.

(2) Voor de binaire benadering (zie de eerste twee kolommen) zijn de investeringen een binaire variabele met de waarde 1 als er wordt geïnvesteerd, en de waarde 0 anders. Voor de benadering van de toegestane bedragen (zie laatste kolom), zijn de investeringen een in logaritme uitgedrukt bedrag.

(3) De liquiditeitsbehoefte worden geraamd op basis van het verschil tussen de behoeften aan bedrijfskapitaal en het bedrijfskapitaal. Aangenomen wordt dat een bedrijf een liquiditeitsbehoefte kan hebben zodra dat verschil positief is.

* significant op een niveau van 10 %; ** significant op een niveau van 5 %; *** significant op een niveau van 1 %.

TABEL A.2 DETERMINANTEN VAN DE KANS OP BEDRIJFSBEËINDIGING(marginale effecten⁽¹⁾ geraamd aan de hand van een 'complementary log-log'-model, gegevens voor 2006-2015)

Verklarende variabelen	Productiviteitskwintielen				
	I	II	III	IV	V
Opgenomen kredieten (in % van het balanstotaal)	-0,58***	-1,26***	-2,40***	-2,42***	-3,61***
Opgenomen kredietlijnen (in % van het balanstotaal)	0,26**	-0,40	-0,22	-1,00*	-0,19
Werkgelegenheid in voltijdequivalenten (logaritme)	-0,08***	-0,18***	-0,17***	-0,24***	-0,21***
Niet-financiële vaste activa (logaritme)	-0,16***	-0,23***	-0,27***	-0,27***	-0,25***
Nettorentabiliteit vóór belastingen en schuldenlasten (in % van het balanstotaal)	-0,92***	-1,14***	-0,47***	-0,36**	-0,07
Behoren tot een groep	-0,04	-0,33***	-0,32***	-0,36***	-0,50***
Leeftijdscategorie (basis: 10-14 jaar)					
minder dan 1 jaar	-0,32	-0,27	0,04	-0,53	-0,13
1 an	0,22**	-0,21	-0,27	-0,75**	-0,13
2 jaar	0,15**	0,60	-0,05	-0,31***	-0,26
3-4 jaar	0,16***	0,08	-0,19	-0,34***	-0,25
5-6 jaar	0,14**	-0,34	-0,10	-0,54***	-0,05
7-9 jaar	0,18***	-0,25	0,00	-0,28***	-0,14
15-19 jaar	0,17***	0,17**	0,26***	-0,06	-0,06
meer dan 20 jaar	0,43***	0,37***	0,32***	0,02	-0,13
Vaste effecten: jaren	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Aantal observaties	184 024	185 732	185 878	185 515	183 076

Bron: NBB.

(1) Een marginaal effect stemt overeen met de verandering met één eenheid van een verklarende variabele op het logaritme van de kans op bedrijfsbeëindiging.

* significant op een niveau van 10 %; ** significant op een niveau van 5 %; *** significant op een niveau van 1 %.

Bibliografie

Adler G., R. Duval, D. Furceri, S. K. Çelik, K. Koloskova en M. Poplawski-Ribeiro (2017), *Gone with the Headwinds: Global Productivity*, IMF Staff discussion note 17/04.

Besley T., I. Roland en J. Van Reenen (2017), *Credit Market Frictions and the Productivity Slowdown*, mimeo.

Duval R., G.H. Hong en Y. Timmer (2017), *Financial frictions and the great productivity slowdown*, IMF Working Paper 17/129.

McGowan M. A., D. Andrews en V. Millot (2017), *The walking dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries*, OECD Economics Department Working Paper 2017/4.

Tsoukas S. (2011), 'Firm survival and financial development: Evidence from a panel of emerging Asian economies', *Journal of Banking & Finance*, 35, 1736-1752.

Wooldridge J. (2009), 'On Estimating Firm-Level Production Functions Using Proxy Variables to Control for Unobservables', *Economics Letters*, 104(3), 112-114.

Het negatieverentebeleid in het eurogebied en het aanbod van bankkrediet

M. de Sola Perea
M. Kasongo Kashama

Inleiding

Vanaf de zomer van 2014 heeft de Raad van Bestuur van de Europese Centrale Bank (ECB) een reeks maatregelen genomen die, in het licht van de teruglopende inflatie, een verdere versoepeling van zijn monetairbeleidskoers beogen. De geleidelijke verlaging, tot onder 0 %, van de rente op de depositofaciliteit, dat is de beleidsrente die in een context van ruime liquiditeit als referentie dient voor de markten in het eurogebied, sprong het meest in het oog. Zo werd die beleidsrente, die zich sinds juli 2012 op 0 % bevond, verlaagd tot -0,1 % in juni 2014, en vervolgens tot -0,2 % in september 2014, -0,3 % in december 2015 en -0,4 % in maart 2016.

Het 'negatieverentebeleid' van de ECB, synoniem van een duik in onbekend terrein, heeft bij de commentatoren onophoudelijk vragen en kritiek opgeroepen. Dit artikel is echter niet bedoeld om daar uitgebreid op terug te komen. In dat geval zou zowel worden stilgestaan bij de vermoede scheeftrekkingen op het niveau van de transmissie van dat beleid als bij de eventuele ongewenste effecten ervan wat de financiële stabiliteit betreft. Het artikel werpt veeleer een specifiek licht op meer dan drie jaar van negatieve rente in het eurogebied, met bijzondere aandacht voor een specifiek onderdeel van de transmissie, namelijk het kanaal van het bankkrediet. Dat kanaal veronderstelt dat een soepeler (of krupper) monetair beleid zich doet gevoelen door het voor de banken eenvoudiger (of moeilijker) te maken om krediet te verstrekken⁽¹⁾.

Vanuit dat perspectief beoogt dit artikel voornamelijk een antwoord te bieden op de vraag hoe een beleid van negatieve rente als speciaal kan worden bestempeld uit het oogpunt van de banken. Zo wordt grondiger ingegaan op het argument volgens hetwelk de negatieve rente een ongunstige impact zou hebben op de winstgevendheid van de banken en, derhalve, op hun vermogen om nieuwe leningen te verstrekken. Dat standpunt is in het geval van het eurogebied bijzonder interessant omdat de banken er een doorslaggevende rol spelen in de financiering van de reële economie⁽²⁾. Dat deze analyse relevant is, blijkt bovendien duidelijk uit de laatste stresstests van de ECB waarbij wordt onderzocht welk effect diverse scenario's met betrekking tot de rendementscurve sorteren op de winstgevendheid van de banken (ECB, 2017c).

Het artikel bestaat uit vijf hoofdstukken. In het eerste hoofdstuk wordt de door de Raad van Bestuur genomen beslissing om de rente op de depositofaciliteit vanaf de zomer van 2014 onder nul te brengen, gecontextualiseerd. Behalve het feit dat in de geavanceerde economieën een dergelijke monetairbeleidspraktijk de afgelopen jaren niet uitzonderlijk is gebleken, wordt in dit hoofdstuk uitgelegd dat ze in het eurogebied echt integrerend deel is gaan uitmaken van een algemene strategie die erop gericht is

(1) Volgens dit kanaal, ook het 'bankbalanskanaal' genoemd, heeft het monetair beleid een impact op de mogelijkheden van de banken om krediet te verstrekken door hun eigen vermogen te beïnvloeden (Bernanke en Gertler, 1995).

(2) Hoewel het verschijnsel 'bancaire desintermediatie' sinds de mondiale financiële crisis ietwat is versneld, is bijna 50 % van de bedrijfsfinanciering in het eurogebied nog steeds afkomstig van de banken, terwijl de resterende 50 % door de financiële markten wordt verstrekt. We blijven dus ver verwijderd van de structuur van het Amerikaans financieel stelsel waar de ondernemingen zich voornamelijk via de financiële markten financieren (ten belope van 75 %), terwijl de resterende 25 % door de banken wordt verstrekt (ECB, 2016a).

de daling van de inflatie tegen te gaan door de reële rente gepast te sturen.

In het tweede hoofdstuk wordt eerst summier teruggekeken op de vlotte transmissie van de negatieve rente naar de rentes in de financiële markten van het eurogebied waar de institutionele beleggers opereren. Vervolgens wordt bijzondere aandacht besteed aan het feit dat de rentes op de retaildeposito's de enige zijn die op een bepaald ogenblik niet verder zijn gedaald. In het vervolg van het hoofdstuk trachten we derhalve te achterhalen wat de reden is voor die rigiditeit; daartoe wordt met name gebruik gemaakt van het concept 'fysieke ondergrens van de nominale rentes'.

Uitgaande van een zekere neerwaartse rigiditeit bij de rentes op de retaildeposito's, wordt in het derde hoofdstuk nagegaan in welke mate zulks, uit conceptueel oogpunt, de transmissie van het negatieve rentebeleid beïnvloedt via het kanaal van het bankkrediet. Uit dat onderzoek blijkt dat de negatieve rente een bank op een gegeven ogenblik kan beknotten in haar vermogen om aan de economie meer krediet te verstrekken. Die beperking wordt meer bepaald verklaard door neerwaartse druk op haar nettorentemarge. De rentegrens vanaf welke banken hun kredietverstrekking gaan afremmen, wordt 'economische ondergrens van de nominale rentetarieven' genoemd.

In het vierde hoofdstuk bestuderen we hoe de kenmerken van de banken het niveau van de economische ondergrens van de nominale rentetarieven beïnvloeden. We doen dat op basis van gegevens eigen aan het eurogebied. In dit hoofdstuk trachten we in feite aan te tonen dat, in de praktijk, sommige kenmerken van de banken de eventuele restrictieve effecten van het negatieve rentebeleid kracht zullen bijzetten (of, integendeel, zullen afzwakken).

In het laatste hoofdstuk, ten slotte, wordt getracht een meer algemeen beeld te schetsen van de impact die de gezamenlijke door de Raad van Bestuur sinds de zomer van 2014 genomen monetairbeleidsmaatregelen hebben op het vermogen van de banken uit het eurogebied om krediet te verstrekken. Er wordt met name aangetoond hoe de overige monetairbeleidsmaatregelen, via aanvulling van en interactie met het negatieve rentebeleid, het potentieel ongunstige effect kunnen verhelpen dat dit negatieve rentebeleid sorteert op de winstgevendheid van de banken en, derhalve, op de dynamiek van de kredietverlening. In het licht van het positieve verloop van de dynamiek van de leningen, van de lage rentes die op deze leningen worden toegepast, of nog, van de constante versoepeling van de eraan

verbonden kredietverleningscriteria, ziet het ernaar uit dat de combinatie van maatregelen in het eurogebied een probleemloze transmissie via de banken mogelijk heeft gemaakt.

1. Achtergrond van het negatieve rentebeleid in het eurogebied

1.1 Het negatieve rentebeleid in de geavanceerde economieën sinds de crisis⁽¹⁾

Een negatieve rentebeleid bestaat erin de *effectieve* beleidsrente onder 0% te brengen. De *effectieve* beleidsrente is de rente die als referentie dient voor de rentes die op de markten worden gehanteerd. Wanneer het noodzakelijk wordt geacht dat de monetairbeleidskoers nog accommodender wordt, ofschoon de 'conventionele' grenzen van dat beleid reeds zijn bereikt, kan die daling tot onder nul deel uitmaken van de centralebankstrategie. Aangezien die daling eigenlijk in het verlengde ligt van het conventioneel rentebeleid, wordt ze vaak toegepast naast niet-conventionele maatregelen zoals de programma's voor de aankoop van activa.

Hoewel het negatieve rentebeleid voor het eerst werd geïmplementeerd in Denemarken (een eerste ervaring van juli 2012 tot april 2014, en vervolgens opnieuw vanaf september 2014), was de ECB een voorloper onder de centrale banken van een uitgestrekte monetaire zone door vanaf de zomer van 2014 met dat beleid van start te gaan. Op dit ogenblik gaat het niet langer om een beperkte praktijk binnen de geavanceerde economieën – bijna een kwart van het mondiale bbp zou immers onderhevig zijn aan de negatieve rente aangezien Zwitserland, Zweden en Japan sindsdien de beweging volgen (respectievelijk sinds januari 2015, februari 2015 en februari 2016). De motivering van dit beleid is uiteraard nauw verbonden met de uiteindelijke doelstelling van de centrale banken in kwestie. Voor verscheidene economieën, namelijk het eurogebied, Zweden en Japan, komt het er dus op aan de inflatiedoelstelling te halen. In het geval van Denemarken en Zwitserland is de praktijk echter veeleer rechtstreeks op een wisselkoersdoelstelling gericht: verwacht wordt dat ze de opwaartse druk op de binnenlandse valuta zal tegengaan door de kapitaalinstroom in het land te ontmoedigen.

(1) Het is de bedoeling in dit hoofdstuk een stand van zaken op te maken van het negatieve rentebeleid dat de afgelopen jaren in de geavanceerde economieën is gevoerd. Voor een meer gedetailleerde beschrijving van dat beleid, zie met name Bech en Malkhozov (2016), Jobst en Lin (2016) of IMF (2017).

In de praktijk heeft het negatieverentebeleid zich in de meeste vermelde economieën vertaald in de toepassing van een negatieve vergoeding op de deposito's die de banken bij de centrale bank aanhouden (ongerekend eventuele verplichte reserves). Met andere woorden, om hun zogenoemde liquiditeitsoverschotten bij de centrale bank te mogen stallen, moeten de banken deze laatste *betalen*. Die negatieve depositorente dient in principe als referentie om in de economie het geheel van de financieringsvoorwaarden te bepalen. De jurisdicties in kwestie bevinden zich immers, als gevolg van de uitzonderlijke maatregelen die werden genomen in het licht van de wereldwijde financiële crisis, in een situatie van overvloedige liquiditeit⁽¹⁾.

Aangezien een negatieve depositorente overeenstemt met een rentebetaling op de door de banken bij de centrale bank gestalde liquiditeiten, impliceert ze voor die banken directe brutokosten. Daarom kan ze worden geassocieerd met een stelsel van vrijstelling(en), wat betekent dat op een deel van de liquiditeitsoverschotten van de banken de negatieve rente niet van toepassing is. Dat is bijvoorbeeld het geval in Denemarken, Zwitserland en Japan⁽²⁾. Dergelijke vrijstellingen zijn bedoeld om voor de banken de directe brutokosten te verlagen die verbonden zijn aan het aanhouden van liquiditeiten, terwijl een gepaste transmissie gevrijwaard blijft van de negatieve rente naar de geld- en financiële markten. Om die dubbele doelstelling te bereiken, kunnen – afhankelijk van het gewicht en het verwachte verloop van de liquiditeitsoverschotten alsook van de verdeling ervan op de interbancaire markt – minder of meer complexe systemen met een dynamische inslag nodig zijn (met andere woorden, het aandeel van de liquiditeiten waarop de negatieve rente niet van toepassing is, is niet statisch). Dergelijke systemen worden doorgaans als bijzonder aantrekkelijk bestempeld wanneer de negatieve rente wordt toegepast om de wisselkoers van de binnenlandse valuta te beschermen. Indien die systemen adequaat worden gekalibreerd, maken ze het immers tot op zekere hoogte mogelijk de binnenlandse banksector af te schermen voor de negatieve rente. In die zin kunnen ze een oplossing zijn

om verder te gaan op de weg naar die wisselkoersdoelstelling, terwijl wordt vermeden dat de binnenlandse banken een, bruto beschouwd, (aldus gepercipieerde) overdreven strafrente wordt opgelegd.

1.2 Het geval van het eurogebied: een geïntegreerd beleid om de inflatiedaling tegen te gaan

De ECB beschikt over drie beleidsrentes. Die rentes vormen een corridor waarbinnen de Eonia, dat is de interbancaire daggeldrente in het eurogebied, schommelt. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen (i) de (*bodem*)rente op de depositofaciliteit die de banken in staat stelt hun liquiditeitsoverschotten tot de volgende dag bij de centrale bank onder te brengen: (ii) de (*centrale*) rente op de basisherfinancieringstransacties; en (iii) de (*plafond*)rente op de marginale beleningsfaciliteit, dankzij welke de banken voor één dag liquiditeiten kunnen opnemen bij de centrale bank. Het eurogebied maakt deel uit van de economieën waar de crisismaatregelen het operationeel monetairbeleidskader hebben gewijzigd. Dat kader is overgeschakeld van een corridorstelsel – waarin de evenwichtige liquiditeitsvoorwaarden ervoor zorgen dat de Eonia op een niveau dicht bij de centrale beleidsrente uitkomt – op een bodemstelsel – waarin de overvloed aan liquiditeiten binnen het bankwezen de Eonia in de richting duwt van de bodembeleidsrente, die aldus voor de markten de nieuwe referentierente wordt⁽³⁾.

In dergelijke omstandigheden wordt in het eurogebied een negatieverentebeleid gevoerd zodra de rente op de depositofaciliteit – die in de praktijk het liquiditeitsoverschot in zijn geheel vergoedt⁽⁴⁾ – onder 0% wordt gebracht. De Raad van Bestuur is geleidelijk te werk gegaan toen hij de rente op de depositofaciliteit tijdens de afgelopen drie jaar viermaal negatiever heeft gemaakt onder 0%. Zo werd de rente in juni 2014 teruggebracht van 0% (een niveau dat sinds juli 2012 was bereikt) tot –0,1%. Vervolgens werd ze in september 2014 verlaagd tot –0,2% en in december 2015 tot –0,3%. Vanaf maart 2016 bevindt ze zich op –0,4%.

Dat 'onder nul'-proces werd geïntegreerd in een volledige versoepelingsstrategie die erop gericht is een langdurige periode van lage inflatie⁽⁵⁾ te vermijden tegen de achtergrond van een verzwakkend herstel en verslechterende vooruitzichten. Concreet beschouwd, moeten de maatregelen dus de aanhoudend lage inflatie in het eurogebied tegengaan – die inflatie komt sedert medio 2013 continu lager uit dan het niveau dat in overeenstemming is met de prijsstabiliteit zoals die door

(1) Zweden is het enige van de hier vermelde landen waar de (negatieve) depositorente van de centrale bank niet de effectieve beleidsrente is, met andere woorden de rente die de financieringsvoorwaarden in de economie echt beïnvloedt. Dat gezegd zijnde, er wordt een negatieverentebeleid gevoerd voor zover de reporente – dat is de rente waartegen de centrale bank middelen verstrekt aan de banken om hun liquiditeitsbehoeften te dekken –, i.e. de effectieve beleidsrente voor dit land, eveneens onder nul is gedaald.

(2) Voor meer informatie over deze stelsels van vrijstelling, zie met name Bech en Malkhozov (2016) of Jobst en Lin (2016).

(3) Voor meer informatie over het verloop van het liquiditeitsvolume in het bankwezen sinds de crisis en over de gevolgen daarvan voor het operationeel kader van het monetair beleid in het eurogebied, zie onder meer ECB (2017b).

(4) Het liquiditeitsoverschot omvat de tegoeden op de depositofaciliteit, maar ook die op de rekening-courant bovenop de verplichte reserves.

(5) Voor een bespreking van de risico's en uitdagingen verbonden aan een langdurige periode van lage inflatie, zie Deroose en Stevens (2017).

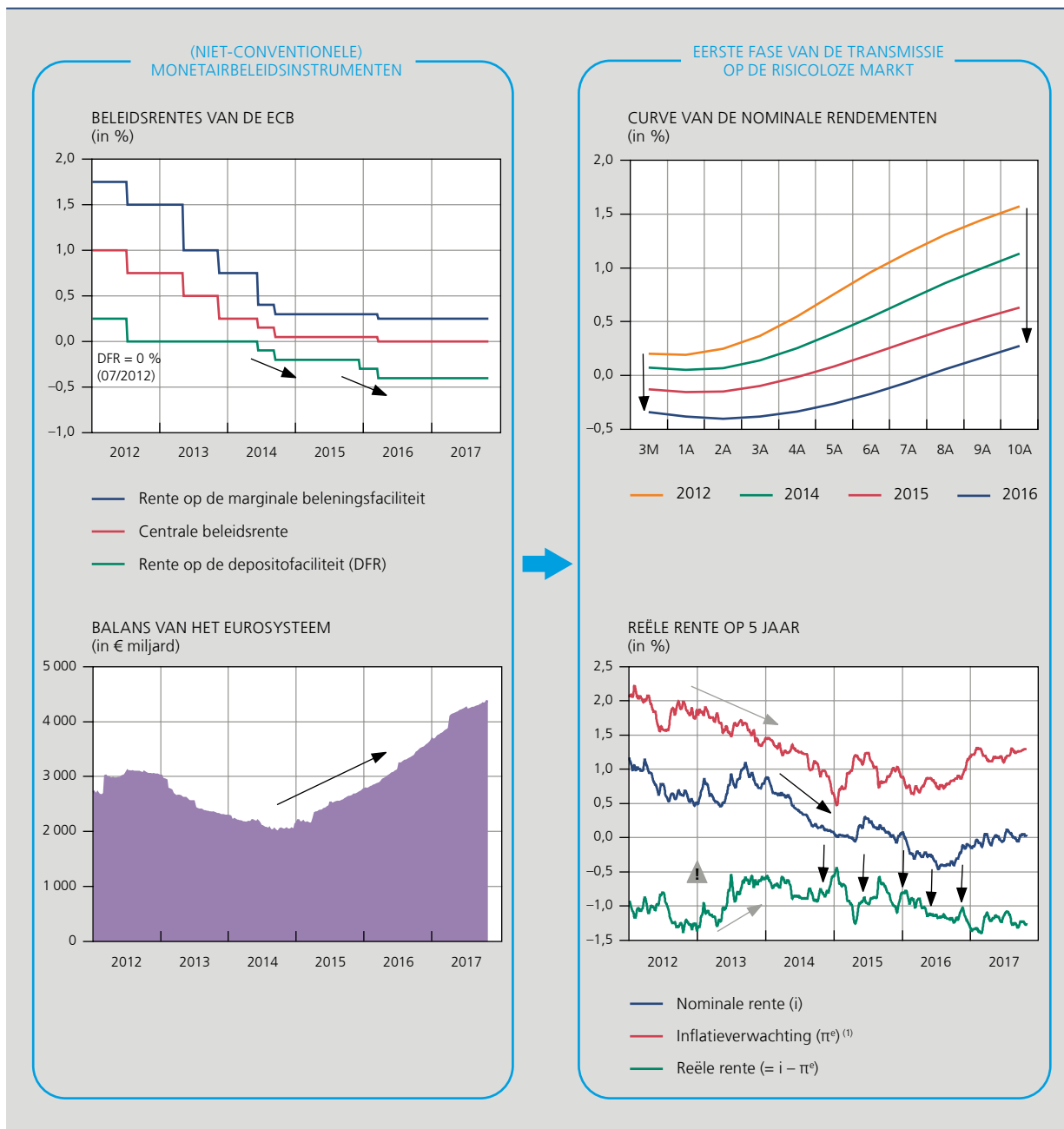
de ECB wordt gedefinieerd⁽¹⁾. Gelet op de tijdens die periode bijzonder futloze dynamiek van het bankkrediet, waren sommige maatregelen bovendien gericht op een

efficiënte transmissie van de versoepeling naar de kredietverstrekking door de banken.

Zo heeft de Raad van Bestuur, naast het beïnvloeden van de rentetarieven, vanaf de zomer van 2014 de banken nieuwe reeksen langlopende leningen verstrekt tegen voordelige voorwaarden. In verscheidene fases heeft hij ook een programma voor de aankoop van activa geïntroduceerd, waarbij hij de communicatie over

(1) Tijdens de zomer van 2014, toen het liquiditeitsoverschot voornamelijk werd verklaard door de vraag van de banken naar middelen (dat betekent vóór het verruimde programma voor de aankoop van activa), vervulden de verlagingen van de rente op de depositofaciliteit tot onder 0% in feite een dubbele doelstelling. Naast de monetaire accommodatie in de richting van de inflatiedoelstelling, kwam het erop aan de intermediatiemarge van het Eurosysteem te vrijwaren (dat betekent, in principe, het vlot functioneren van de interbancaire markt) gelet op de gelijktijdige verlagingen van de centrale beleidsrente. Voor meer nauwkeurigheden ter zake, zie Kasongo Kashama (2014).

GRAFIEK 1 DANKZIJ DE MONETAIRBELEIDSMAATREGELEN DIE SINDS DE ZOMER VAN 2014 IN HET EUROGEBIED WERDEN GENOMEN, KON DE REËLE RENTE WORDEN GESTUURD IN EEN CONTEXT VAN TERUGLOPENDE INFLATIE



Bronnen: ECB, Thomson Reuters.

(1) De inflatieverwachtingen zijn afgeleid uit de rente op swapcontracten die het inflatierisico op vijf jaar dekken. Die marktgegevens bevatten echter een risicopremie.

zijn toekomstige beleidskoers continu heeft aangepast ('forward guidance'). Die diverse maatregelen werden herhaaldelijk aangepast, onder meer als reactie op de onverwachte economische en financiële gebeurtenissen die de neerwaartse risico's voor de inflatie vergrootten. Hoewel het niet onze bedoeling is hier gedetailleerd op die maatregelen in te gaan, verdienen sommige aspecten van de strategie toch bijzondere aandacht.

Wat de eigenlijke rentetarieven betreft, zij opgemerkt dat de verlagingen tijdens de zomer van 2014 en die van maart 2016 gepaard gingen met verlagingen van de twee andere beleidsrentes (van 0,25 % tot 0 % via 0,15 % en vervolgens tot 0,05 % voor de rente op de basisherfinancieringstransacties; van 0,75 % tot 0,25 % via 0,4 % en vervolgens tot 0,3 % voor de rente op de marginale beleningsfaciliteit). Nog steeds in het domein van de rentetarieven, heeft de Raad van Bestuur overigens, via zijn forward guidance, constant bevestigd dat ze gedurende een lange periode op hun historisch laag niveau zouden worden gehandhaafd. Tot juni 2017 liet hij zelfs de optie open van, indien nodig, nieuwe verlagingen.

De introductie, in maart 2015, van het uitgebreid programma voor de aankoop van activa (APP) (inclusief de aankopen van overheidspapier van het eurogebied en in maart 2016 uitgebreid tot de door de bedrijvensector uitgegeven schuldbewijzen) was de voornaamse stuwende kracht achter de aanzienlijke toename van de balans van het Eurosysteem. Die toename, die door de centrale bank zelf werd gestuurd, contrasteert aldus met die van 2011-2012, die voornamelijk het resultaat was van de vraag van de banken naar middelen in het kader van de twee langerlopende herfinancieringstransacties met een looptijd van drie jaar. Dat gezegd zijnde, hadden ook de tussen juni 2014 en maart 2017 aan de banken voorgestelde reeksen langerlopende leningen (de twee reeksen gerichte langerlopende herfinancieringstransacties, TLTRO-I en TLTRO-II) een zekere kwantitatieve impact, terwijl de banken dankzij die operaties voor het eerst de mogelijkheid kregen krediet op te nemen tegen een negatieve rente⁽¹⁾.

Uit de indicatoren betreffende de eerste fase van de transmissie van de maatregelen (zie grafiek 1), blijkt dat deze laatste niet alleen een daling mogelijk hebben gemaakt

van de risicoloze nominale rendementscurve van het eurogebied voor alle looptijden, maar ook een afvlakking van die curve. Die afvlakking wordt voornamelijk verklaard door de gevoeligheid van de langere rentes voor de aankopen van effecten. Dat gezegd zijnde, kan het feit dat een negatieverentebeleid de initieel gepercipieerde grens van de beleidsrentes elimineert, of op z'n minst verschuift, de curve nog verder afvlakken (Rostagno *et al.*, 2016). Hoe dan ook, een dergelijk effect op het lange segment van de curve contrasteert enigszins met het traditionele actierein van het monetair beleid dat beperkt blijft tot de kortere rentes. Door zijn gecombineerd ingrijpen, heeft de Raad van Bestuur derhalve een van de belangrijke hefboomen van het monetair beleid efficiënt(er) verlaagd: de reële rente op middellange termijn. Deze laatste is belangrijk voor zover ze de consumptie- en investeringsbeslissingen van de economische subjecten kan beïnvloeden en, op termijn, de inflatiedynamiek⁽²⁾. Op basis van de uitsplitsing van de risicoloze rente op vijf jaar blijkt meer bepaald dat, door de neerwaartse druk op de nominale rente, de stijging van de reële rente kon worden beperkt in een context van nochtans duidelijk teruglopende inflatieverwachtingen.

Ofschoon de transmissie van het maatregelenpakket in een eerste fase relatief bemoedigend is verlopen, lijkt de impact van die maatregelen op andere belangrijke indicatoren – met name de dynamiek van het bankkrediet, het nemen van risico's, de bedrijvigheid en uiteindelijk de inflatie – onzekerder, wat geregeld voor discussies zorgt (zie bijvoorbeeld Woodford (2012) of Borio en Zabai (2016)). Die discussies lijken logisch voor zover alle niet-conventionele instrumenten waaruit het maatregelenpakket bestaat (dus niet alleen de negatieve rente) nooit eerder op een dergelijke schaal op de proef waren gesteld. Zoals gezegd, wordt in het vervolg van dit artikel voornamelijk de transmissie van het negatieverentebeleid (via de banken) geanalyseerd. Dat grondig onderzoek betekent als dusdanig niet in het minst dat het multidimensionele aspect van het tijdens de afgelopen jaren door de Raad van Bestuur van de ECB gevoerd monetair beleid en de beoordeling van de volledige transmissie van dat beleid – a fortiori naar de macro-economische voorwaarden en naar de inflatiedoelstelling – te verwaarlozen zijn, maar dat valt buiten het bestek van dit artikel.

2. Neerwaartse rigiditeit van de rente op retaildeposito's

De klachten van de banken over de negatieve rente blijven voornamelijk één enkel element te betreffen, namelijk het beperkt vermogen van de banken om de daling onder nul af te wentelen op de depositorente van de spaarders⁽³⁾. Na een korte analyse van de goede transmissie van

(1) Voor de transacties van de tweede reeks (TLTRO-II) kan de leningsrente zakken tot op het niveau van de rente op de depositofaciliteit die van toepassing is op het ogenblik van hun respectieve toewijzingen ingeval de banken de niet-financiële ondernemingen voldoende nieuwe leningen verstrekken.

(2) Zie De Backer en Wauters (2017) voor een grondiger analyse van de rol die het monetair beleid de afgelopen jaren in het eurogebied heeft gespeeld in het verloop van de reële rente.

(3) Een gedeelte van de kritiek is gericht op de directe brutokosten verbonden aan de negatieve rente, d.w.z. dat het deponeren zelf van liquiditeitsoverschotten bij de centrale bank voor de banken aanleiding geeft tot het betalen van een bewaarloon. Dat punt wordt opnieuw besproken in het vierde hoofdstuk, waar wordt toegelicht hoe de eigenschappen van de banken (met name het relatieve gewicht van liquiditeitsoverschotten in hun balansen) van dien aard zijn dat ze het effect van de negatieve rente op de dynamiek van hun kredietverlening beïnvloeden.

het negatieve rente beleid naar de tarieven van de markten van het eurogebied waarop de institutionele beleggers werkzaam zijn, wordt in dit hoofdstuk derhalve meer gedetailleerd ingegaan op het verloop, sinds medio 2014, van de tarieven ter vergoeding van de deposito's. Er wordt bevestigd dat er een zekere weerstand bestaat tegen het verminderen van die tarieven en de redenen die dat verschijnsel meer precies kunnen verklaren, worden toegelicht.

2.1 Transmissie van het negatieve rente beleid naar de tarieven in de economie

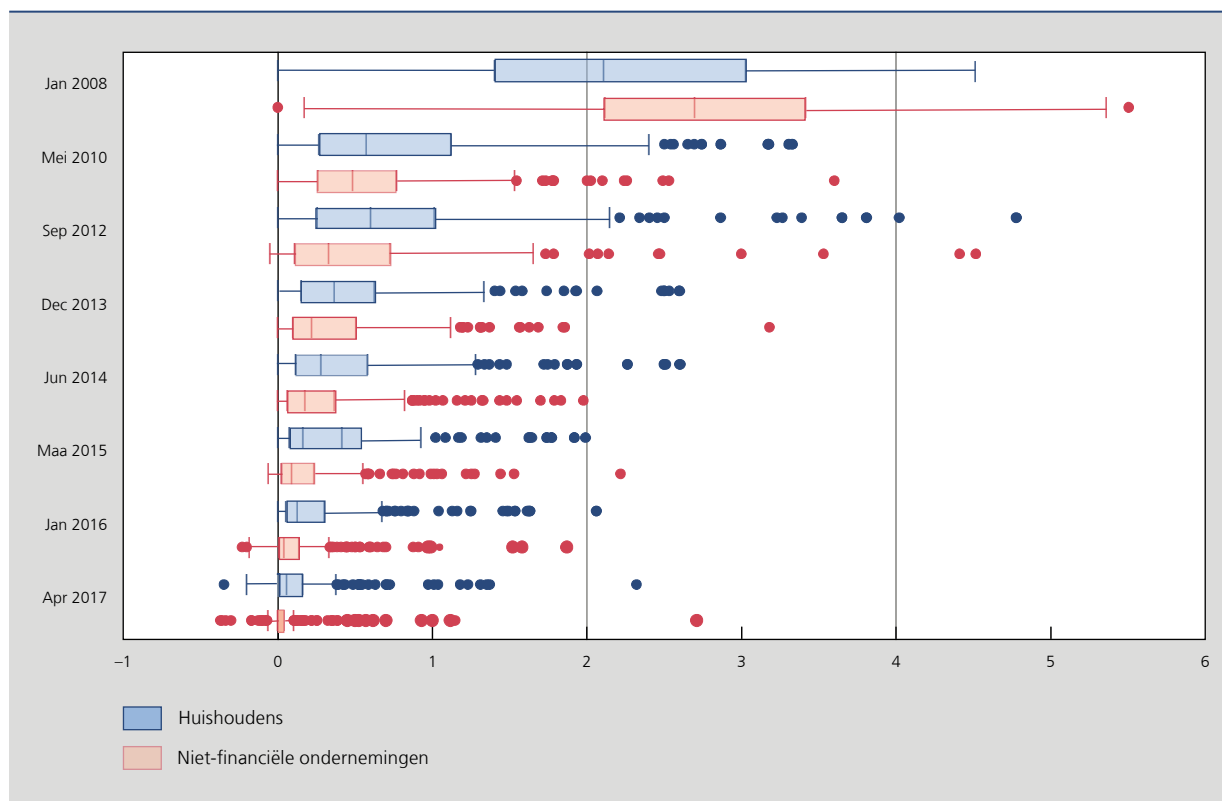
De verlaging van de depositorente tot onder nul werkte zonder opmerkelijke schok door in de korte en middel-lange geldmarktrentes van het eurogebied. Ondanks de aanvankelijke vrees, bijvoorbeeld met betrekking tot het vermogen van die markten om (technisch) negatieve waarden op te nemen of om in die omstandigheden een normaal activiteitsvolume te behouden, verliep die transmissie doeltreffend⁽¹⁾. De daggeldrente en de risicoloze

rente op één jaar bevinden zich derhalve sinds september 2014 onder 0 %.

Op de andere financiële markten was er geen bijzondere weerstand tegen de verlaging van de rente. Sinds de zomer van 2014 zijn de spreads van de rendementen op overheidsobligaties bijvoorbeeld niet structureel toegenomen ten opzichte van de risicoloze rentes met een overeenkomstige looptijd. Profijt trekkend van een vlucht naar veiligheid, zijn de rendementen van de Duitse overheidsobligaties op tien jaar zelfs herhaaldelijk onder nul gedaald. Hetzelfde geldt voor de (meer risicovolle) bedrijfsobligaties: afgezien van enkele periodes van

(1) Het effect van het negatieve rente beleid op de werking van de geldmarkten van het eurogebied, en in het bijzonder op het volume van de transacties, kreeg veel aandacht. Sommigen voeren aan dat een soortgelijke praktijk de activiteit van de markten ernstig zou doen afnemen, wat de relevantie van de erop geldende rentetarieven opnieuw ter discussie zou kunnen stellen. In feite is het volume van de repogeldmarkten (d.w.z. de door de uitwisseling van een onderpand gewaarborgde interbancaire leningen) echter vrij stabiel gebleven; de banken van het eurogebied zijn dus niet terughoudend gebleken om elkaar een negatieve rente aan te rekenen. De daling van het volume van de operaties zonder onderpand is dan weer grotendeels gerelateerd aan de aanzienlijke toename van de beschikbare liquiditeiten in de banksector als gevolg van het APP, alsook aan de verandering van de risicoaversie sinds de crisis (Bindseil, 2017).

GRAFIEK 2 SPREIDING VAN DE RENTETARIEVEN DIE DOOR EEN STEEKPROEF VAN 283 BANKEN UIT HET EUROGEBIED GEBODEN WORDEN OP DE DEPOSITO'S VAN DE RETAILKLANTEN⁽¹⁾
(in %)



Bronnen: ECB, NBB.

(1) De rechthoek omvat de waarden tussen het onderste kwartiel en het bovenste kwartiel. Het verticale streepje in de rechthoek is de mediaan. De horizontale lijnen omvatten de waarden tussen het onderste kwartiel min 1,5 maal de interkwartielafstand en het bovenste kwartiel plus 1,5 maal de interkwartielafstand. De bolletjes geven de extreme waarden weer.

financiële spanningen, gaven de rendementen op bedrijfsobligaties gedurende de cyclus van verlagingen, onder nul, van de rente op de depositofaciliteit een opmerkelijke neerwaartse tendens te zien. Sommige ondernemingen met een AAA-rating gaven zelfs kortlopende effecten met een negatief rendement uit.

Naast de opmerkelijke daling van de nominale rente op de financiële markten, vertoonde de wisselkoers van de euro sinds de tweede helft van 2014 een neerwaartse tendens. De dalende beweging werd opgetekend zowel voor de wisselkoers ten opzichte van de Amerikaanse dollar als voor de effectieve nominale wisselkoers (dat is ten opzichte van de valuta's van de voornaamste handelspartners van het eurogebied, gewogen aan de hand van hun gewicht in het handelsverkeer). Het afzonderen van de precieze bijdrage van de negatieve rente aan de opgetekende depreciatie is echter een bijzonder moeilijke opdracht. De wisselkoers is immers een indicator die doorgaans onderhevig is aan zeer uiteenlopende schokken, inclusief externe schokken.

De rentetarieven ter vergoeding van de bankdeposito's van de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen waren, ondanks forse dalingen en een zeer duidelijke inkrimping van de spreiding (over verschillende banken) ervan sinds medio 2014, de enige die weerstand boden tegen een nog verdere verlaging in de richting van 0%. Die rigiditeit komt vooral tot uiting in de deposito's van de huishoudens. Zo paste een zeer klein aantal banken van het eurogebied er in april 2017 een negatieve rentevergoeding op toe⁽¹⁾. Dat contrasteert dus sterk met wat werd opgetekend voor de andere tarieven, die geen bijzondere weerstand bleken te bieden. Een soortgelijk verschijnsel wordt ook opgetekend in de andere economieën waar een negatieverentebeleid wordt gevoerd (zie bijvoorbeeld Arteta *et al.* (2016) of, meer specifiek voor Zweden en Denemarken, Madashi en Nuevo (2017)).

2.2 De redenen voor de rigiditeit van de rente op retaildeposito's

De voornaamste reden voor de weerstand tegen de verlaging van de rente op de retaildeposito's is het bestaan van contant geld – namelijk munten en bankbiljetten – als alternatief beleggingsmiddel met een vergoedingstarief dat a priori gelijk is aan 0%. Aangezien de subjecten hun deposito's te allen tijde kunnen omzetten in contant geld, is de neerwaartse rigiditeit in feite toe te schrijven aan de vrees van de banken voor een golf van opvragingen van hun deposito's mochten de vergoedingen te sterk dalen. Die vrees is des te groter daar de deposito's meestal de stabiele financieringsbron van de banken zijn. In de praktijk gaat het aanhouden van contanten met een aantal

kosten gepaard, voornamelijk in verband met het opslaan ervan, het vervoer ervan (inclusief het verrichten van de betalingen) en de bescherming tegen diefstal en andere ongevallen (i.e. de kosten inzake veiligheid en verzekering). De nominale vergoeding op contant geld is met andere woorden niet strikt gelijk aan 0%. Wat de 'fysieke ondergrens van de nominale rente' zal worden genoemd, is dus negatief (Cœuré, 2016).

In de praktijk verschilt het niveau van die grens van de ene economische entiteit tot de andere. Voor kleinere entiteiten, bijvoorbeeld de huishoudens, wordt er doorgaans van uitgegaan dat de met het aanhouden van contant geld gepaard gaande kosten relatief beperkt zijn, wat de bijzonder grote rigiditeit van de depositorente van de retailklanten verklaart.

Voorts is aan die grens ook een dynamisch aspect verbonden. Hoe langer de negatieverenteperiode volgens de subjecten duurt, hoe meer ze de aanzienlijke, aan het aanhouden van contant geld verbonden kosten zullen kunnen afschrijven (voor de grote entiteiten de verzekeringskosten) en ze dus de gemiddelde kosten per euro van het aangehouden geld zullen kunnen drukken. Zo kan het aanhouden van een negatieve rente, indien er passend op wordt geanticipeerd, maken dat de fysieke ondergrens van 0% kan worden genaderd.

In een groot gedeelte van de economische literatuur⁽²⁾ worden de strategieën behandeld met betrekking tot het verlagen van de fysieke ondergrens van de nominale rente. Er worden diverse strategieën gesuggereerd: het verlagen van de denominatie van de coupures van de bankbiljetten, het invoeren van een wisselkoers voor de omzetting van de bankdeposito's in contant geld, of nog, het louter afschaffen van contant geld. Deze oplossingen zijn van dien aard dat ze, tijdens een langdurige periode van lage inflatie, voor het monetair beleid extra ruimte bieden (Goodfriend, 2016).

Het verschijnsel monetaire illusie, dat is de neiging van de subjecten om veeleer in nominale dan in reële termen te redeneren, is een tweede mogelijke reden voor de neerwaartse rigiditeit van de deposito's. Omdat de subjecten in nominale termen denken, zullen ze immers geneigd zijn een negatieve nominale rente als diefstal of althans als een abnormaal verschijnsel te beschouwen. In die context zullen de subjecten ervoor kiezen hun liquiditeiten in contant geld of in een andere vorm (goud, ...) om te zetten, liever dan het aan te houden op depositorekeningen

(1) Die bevinding is gebaseerd op een steekproef van 283 banken die opgenomen zijn in Grafiek 2.

(2) Zie, onder meer, Goodfriend (2000), Buiters *et al.* (2003), Buiters (2009), Kimball (2013) Rogoff (2014) of McAndrew (2015).

met een negatieve nominale vergoeding. In dat geval is de weerstand tegen de daling van de depositorente dus opnieuw toe te schrijven aan de vrees van de banken dat ze hun meest stabiele financieringsbron zullen verliezen.

Aan de monetaire illusie is meestal ook een aspect van psychologische/cognitieve vertekening verbonden⁽¹⁾. In de praktijk zijn tal van reële rentetarieven (zodra het inflatie-effect in aanmerking wordt genomen) in het eurogebied reeds verscheidene jaren negatief. Hoewel, met andere woorden, de inflatie en een negatieve nominale rente hetzelfde effect kunnen sorteren wat de reële koopkracht betreft, wordt de impact van die negatieve nominale rente als duur aangevoeld. Waarom? Omdat het subject in het geval van inflatie uiteindelijk hetzelfde bedrag bezit, terwijl de negatieve nominale rente het betalen van rente impliceert. Ook komt de monetaire illusie doorgaans vooral tot uiting op het niveau van de niet-institutionele beleggers zoals de huishoudens, wat de weerstand tegen een sterkere daling van de retailrente bevestigt.

De wettelijke beperkingen, ten slotte, zijn een laatste reden voor de weerstand tegen een verlaging van de depositorente. In dit geval wordt de rigiditeit rechtstreeks door de wetgever opgelegd. Soortgelijke regelingen bestaan in Frankrijk (het tarief dat van toepassing is op livret A – een specifieke spaarrekening met plafond –, dat tweemaal per jaar door de Franse regering kan worden herzien en 0,75 % bedroeg in oktober 2017⁽²⁾), of nog, in België waar het op gereglementeerde spaardeposito's van toepassing zijnde minimumtarief in oktober 2017 op grond van een koninklijk besluit 0,11 % bedroeg (dat is een minimumbasisrente van 0,01 % met een minimale getrouwheidspremie van 0,10 %). Meestal zijn dergelijke bankrekeningen voorbehouden voor huishoudens en verenigingen teneinde de kleine spaarder te beschermen.

3. Mogelijke restrictieve effecten van het negatieve rente beleid op de kredietverstrekking

Om de begrijpen hoe de weerstand tegen de daling van de rente op de retaildeposito's de goede transmissie van een verlaging, tot onder 0%, van de beleidsrente kan beïnvloeden, is het logisch te kijken naar de spelers die in eerste instantie door het verschijnsel worden getroffen, namelijk de banken.

(1) Borio en Zabai (2016) merken echter op dat het verschijnsel monetaire illusie niet noodzakelijk een uiting van irrationaliteit vanwege de economische subjecten is.

(2) Het op livret A toegepaste tarief dient ook als basis om de rente te berekenen van een aantal andere spaarrekeningen (de 'comptes spéciaux sur livret du crédit mutuel', het 'livret d'épargne populaire', het 'livret d'épargne-entreprise' en de 'compte d'épargne-logement').

3.1 Effecten van een verlaging van de beleidsrente op de balansen van de banken

Om inzicht te verwerven in de transmissie via de banken, wordt een conceptueel onderzoek verricht aan de hand van een gestileerde balans van een commerciële bank met als hoofdactiviteit, enerzijds, het aantrekken van retaildeposito's en, anderzijds, het verstrekken van leningen aan de reële economie. Naast de kredietverlening, houdt de bank handelbare effecten aan en stelt ze haar overtollige liquiditeiten bij de centrale bank (zie Grafiek 3).

Het effect van een negatieve rente beleid op die bank wordt dynamisch beoordeeld en ten opzichte van de tegenfeitelijke (counterfactual) situatie dat de rente niet is verlaagd (zie Grafiek 4). Het gaat daarbij om een louter economische evaluatie. Er wordt dus geen rekening gehouden met de effecten van de boekhoudregels noch met de bankregulering op de opname van de waarderingsverschillen van de bank en, derhalve, op haar resultaten (en dus op het verloop van haar eigen vermogen). Bovendien krijgt de bank gedurende de gehele analyse een 'business as usual behaviour' opgelegd teneinde het rechtstreekse effect van het negatieve rente beleid af te zonderen. De bank beschikt met andere woorden niet over de (onmiddellijke) mogelijkheid om, als gevolg van de verlaging van de beleidsrente tot onder nul, de samenstelling van haar balans te wijzigen (bijvoorbeeld door meer risico's te nemen of door haar activiteiten te diversifiëren). Er wordt echter beklemtoond dat zowel die boekhoudkundige en regelgevende effecten als de reactie van de banken in werkelijkheid belangrijke factoren zijn die de eenvoudige schematische redenering verderop in dit artikel kunnen veranderen. Het vereenvoudigd kader blijft echter nuttig als uitgangspunt om inzicht te verwerven in het effect van een negatieve rente beleid op de banken.

Eenvoudigheidshalve wordt er bovendien van uitgegaan dat de rente op retaildeposito's tegen de achtergrond van het negatieve rente beleid volkomen rigide blijft.

GRAFIEK 3 VEREENVOUDIGDE BALANS VAN EEN BANK

Activa	Passiva
Effecten	Eigen middelen
Leningen	Retaildeposito's
Reserves bij de centrale bank	

In het geschetste kader wordt de bank via drie kanalen beïnvloed door een verlaging van de beleidsrente: het kanaal van de kapitaalwinsten, het kanaal van de kwaliteit van en de vraag naar leningen, en het kanaal van de nettorentemarge.

Het kanaal van de kapitaalwinsten

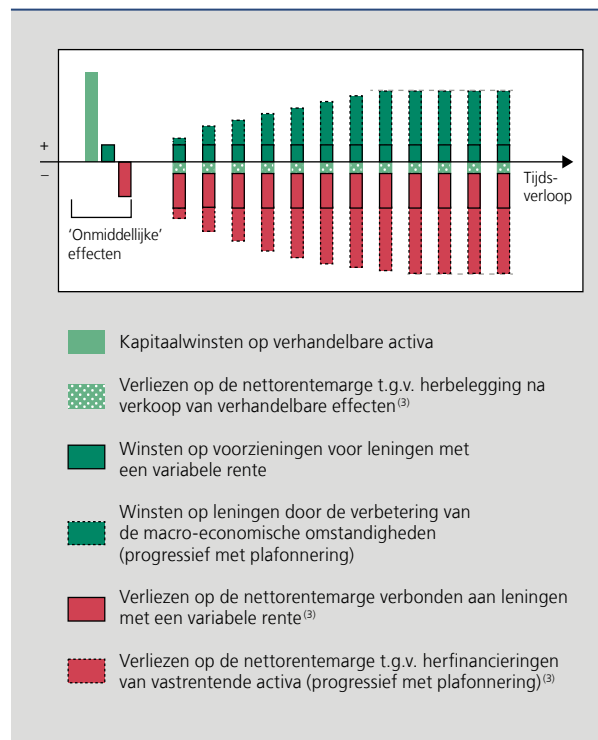
Een verlaging van de beleidsrente slaat in principe over op de andere marktrentes. Zo leidt een algemene rentedaling mechanisch tot een stijging van de uitstaande obligaties en drijft ze doorgaans ook de prijzen van de aandelen op (aangezien de verdisconteringstarieven van de aan die activa gerelateerde kasstromen verlaagd worden). Zodra de bank besluit de door haar aangehouden obligaties en aandelen van de hand te doen, boekt ze dus kapitaalwinsten. Deze laatste stemmen overeen met het verschil tussen de prijs waartegen ze die activa heeft aangekocht en de prijs waartegen ze ze verkoopt. Wat de obligaties betreft: hoe langer de gemiddelde looptijd, hoe gevoeliger de prijs ervan voor een renteverlaging. Met andere woorden, de kapitaalwinsten zullen des te groter zijn naarmate de bank meer langlopende obligaties aanhoudt.

Kapitaalwinsten worden geboekt bij de verkoop van de effecten en zijn dus beperkt in de tijd. In ons voorbeeld kan worden aangenomen dat de verkoop van de activa onmiddellijk na de renteverlaging plaatsvindt en betrekking heeft op alle verhandelbare effecten van de bank. In Grafiek 4 – een dynamische illustratie van de situatie – weerspiegelt het lichtgroene gedeelte van de staafjes het onmiddellijk positief effect, op de resultaten, van de verkoop van de verhandelbare activa die in prijs zijn gestegen. Met andere woorden, aangezien de geboekte kapitaalwinsten meerwaarden opleveren, wordt het eigen vermogen van de bank (in economische zin), ceteris paribus, onmiddellijk na de rentedaling opgevoerd.

Voorts geven de met een stippe lijn omgeven lichtgroene staafjes aan dat de herbelegging van de opbrengst van de verkoop van die effecten in effecten van hetzelfde type periodieke renteverliezen met zich brengt. Indien de

(1) Uit economisch oogpunt houdt de keuze van de bank om, wanneer de rente daalt, haar effecten in portefeuille te houden of ze te verkopen, ceteris paribus, geen verschil in voor haar resultaten op termijn. Houdt de bank haar effecten in portefeuille, dan zal de renteverlaging geen weerslag hebben op haar resultaten tot wanneer die effecten op vervaldag komen. Op dat ogenblik zal ze de terugbetaalde hoofdsom in nieuwe effecten van hetzelfde type beleggen, die dan een lagere rente zullen opleveren, waardoor haar nettorentemarge zal verkleinen indien haar financieringskosten op dat ogenblik rigide blijven. Ingeval de bank haar effecten van de hand doet, zal ze weliswaar onmiddellijk kapitaalwinsten boeken, maar de herbelegging van die verkoop in nieuwe effecten van hetzelfde type, die dan als gevolg van de rentedaling een lager rendement opleveren, zal een verlies aan rente met zich brengen (nog steeds ten opzichte van de tegenfeitelijke situatie waarin de beleidsrente niet verlaagd is). Er kan worden aangetoond dat het verlies aan periodieke rente tot de vervaldag van de verkochte effecten in feite precies overeenstemt met de bij aanvang gerealiseerde kapitaalwinsten. Dit betekent dus dat de verkoop van de effecten geen impact heeft op de resultaten van de bank indien rekening wordt gehouden met de volledige periode tot de vervaldag van de verkochte effecten: de kapitaalwinsten worden precies gecompenseerd door het renteverlies dat gepaard gaat met de herbelegging. De nettorenteverliezen als gevolg van de rigiditeit van de financieringskosten worden dan – net als bij het in portefeuille houden van de effecten – opgetekend zodra de vervaldag van de oorspronkelijk in portefeuille gehouden effecten voorbij is.

GRAFIEK 4 ILLUSTRATIE VAN HET TOTALE EFFECT DAT EEN DALING VAN DE BELEIDSRENTE TOT EEN NEGATIEF PEIL SORTEERT OP DE ECONOMISCHE RESULTATEN VAN EEN BANK ^{(1) (2)}



Bron: NBB.

- (1) Het totale effect op het resultaat wordt geraamd ten opzichte van de hypothetische situatie waarin de beleidsrente niet wordt verlaagd. De omvang van de winsten en verliezen en het tijdsprofiel hiervan zijn louter illustratief. In de praktijk zullen de omvang en het tijdsprofiel voor elke bank afhangen van haar balansstructuur (zie hoofdstuk 4 van het artikel).
- (2) In het schema wordt verondersteld dat (i) de passiva ongerekend eigen vermogen van de bank voor 100% uit retaildeposito's bestaan, waarvan de rente als gevolg van de rentedaling tot een negatief peil geenszins verandert; (ii) de bank geen aandelen aanhoudt en al haar verhandelbare vastrentende obligaties onmiddellijk na de daling van de beleidsrente verkoopt. Ze herbelegt trouwens de opbrengst van die verkoop (inclusief kapitaalwinsten) in verhandelbare vastrentende obligaties van hetzelfde type; (iii) de activiteit van de bank hoofdzakelijk berust op haar intermediatiemarge (leningen-deposito's): ze ontvangt noch een commerciële marge, noch andere kosten of commissies; (iv) het gedrag van de bank algemeen beschouwd 'statisch/ normaal' is.
- (3) Effecten die rechtstreeks samenhangen met de neerwaartse rigiditeit van de rente op retaildeposito's.

beleidsrente niet was verlaagd, zou de bank die verhandelbare effecten van de hand doet, geen kapitaalwinsten boeken, maar toch in staat zijn het provendu van die verkoop in soortgelijke effecten te herbeleggen zonder het geringste effect op haar nettorentemarge. Wordt de beleidsrente daarentegen verlaagd tot onder nul, dan impliceert de herbelegging van de verkoop (inclusief de kapitaalwinsten) dat de winst van de bank op haar nettorentemarge kleiner is. Als gevolg van de verlaging van de beleidsrente leveren de nieuw verworven effecten immers een geringer rendement op, maar de kosten voor de financiering ervan zijn ongewijzigd gebleven omdat wordt aangenomen dat de rente op de retaildeposito's een volledige neerwaartse rigiditeit vertoont ⁽¹⁾.

Het kanaal van de kwaliteit van en de vraag naar leningen

Behalve de op de effectenportefeuille geboekte kapitaalwinsten, zorgt een verlaging van de beleidsrente voor winsten op de leningenportefeuille van de bank. Die winsten zijn deels van onmiddellijke aard en betreffen leningen met een variabele rente. Aangezien de tarieven van die leningen gerelateerd zijn aan – schommelende – referentietarieven op de markt, worden ze bij een verlaging van de beleidsrente vaak neerwaarts aangepast. Voor de kredietnemers betekent dit dat hun leningen gemakkelijker kunnen worden terugbetaald. Op die manier krijgt de bank te maken met lagere wanbetalingsgraden en realiseert ze besparingen op de op die leningen getroffen voorzorgsvoorzieningen, althans ten opzichte van de tegenfeitelijke situatie waarin de rente niet zou zijn verlaagd. Dergelijke winsten zijn niet enkel onmiddellijk, maar ze zijn eveneens gespreid over de integrale periode waarin de tarieven verlaagd blijven. In Grafiek 4 worden ze weergegeven door donkergroene staafjes die zijn omgeven door een doorlopende lijn.

Een ander deel van de winsten op leningen is toe te schrijven aan de uit de daling van de beleidsrente voortvloeiende verbetering van de macro-economische situatie. Aangezien het enige tijd vergt alvorens de werking van het monetair beleid vrucht begint af te werpen voor de bedrijvigheid, worden die winsten niet onmiddellijk na de daling van de beleidsrente duidelijk. Ze komen echter geleidelijk tot uiting, zoals blijkt uit het tijdsprofiel van de met een stippellijn omgeven donkergroene staafjes in Grafiek 4. Er kunnen ter zake drie hoofdkanalen worden onderscheiden. Ten eerste zorgt de prijsstijging voor de als onderpand voor de leningen gebruikte activa voor een geringer verlies bij wanbetaling. Ten tweede zal de stijging van het nominaal inkomen van de subjecten deze laatste in staat stellen hun leningen gemakkelijker af te lossen (ongeacht of het gaat om leningen met een variabele of met een vaste rente), waardoor de wanbetalingsgraden en de daarvoor aangelegde voorzieningen zullen afnemen. Tot slot zullen, dankzij het herstel, de projecten van de potentiële kredietnemers winstgeverder worden, wat de vraag naar leningen zal stimuleren en volumewinsten op de intermediaatiewerking van de bank zal opleveren⁽¹⁾.

(1) Zoals reeds vermeld, is deze analyse 'statisch' wat het gedrag van de bank betreft. Meer bepaald wordt hier verondersteld dat de bank haar gedrag inzake kredietaanbod niet verandert ten gevolge van de daling van de beleidsrente. Er wordt louter aangenomen dat ze haar aanbod aanpast aan de sterkere vraag van de kredietnemers, en zulks voor alle nieuwe aangevraagde kredieten die voldoen aan een vooraf vastgestelde kritische rentabiliteit.

Het kanaal van de nettorentemarge

Het laatste kanaal waarlangs een daling van de beleidsrente een bank beïnvloedt, is dat van de nettorentemarge. Dit laatste kanaal verschilt duidelijk van de twee voorgaande. Het is immers voornamelijk via deze weg dat de neerwaartse weerstand van de rente op retaildeposito's zal doorwerken en dat de specifieke verschillen aan het licht zullen komen tussen een daling van de beleidsrente tot een negatief peil en een daling van een positieve beleidsrente.

Teneinde winst te maken, steunt een bank waarvan de hoofdactiviteit bestaat in het aantrekken van retaildeposito's en het verstrekken van kredieten, op looptijdtransformatie. Ze financiert zich op vrij korte termijn, terwijl ze geneigd is krediet te verlenen op relatief langere termijn. Als gevolg van een daling van een positieve beleidsrente zou de nettorentemarge van een dergelijke bank niet krimpen. Ze zou zelfs tijdelijk verbreden: ze kan immers, ceteris paribus, profijt trekken van het feit dat de rente op haar (kortlopende) passiva sneller daalt dan die op haar (doorgaans langlopende) activa (Heider *et al.*, 2017).

Indien een reeds negatieve rente daalt, zijn de rentetarieven op deposito's evenwel onderhevig aan neerwaartse rigiditeit. Vertonen de rentetarieven van de activa als geheel dan geen bijzondere weerstand tegen een aanpassing, dan zal de daling van de beleidsrente, bij ongewijzigd gedrag van de bank, resulteren in een neerwaartse druk op haar nettorentemarge. De verliezen zijn in feite tweevoudig. Enerzijds houden ze verband met de marge op de uitstaande leningen met een variabele rente (weergegeven door de met een doorlopende lijn omgeven rode staafjes in Grafiek 4). Die marge wordt onmiddellijk gedrukt aangezien de rentetarieven op dergelijke leningen zich meteen aanpassen, terwijl ze gefinancierd blijven via deposito's met rigide rentes. Anderzijds hangen de verliezen samen met de marge op het uitstaande volume van leningen met een vaste rente en de niet-verhandelbare vastrentende obligaties die tot op de vervaldag in portefeuille worden gehouden (met een stippellijn omgeven rode staafjes). Die verliezen zijn progressief, waarbij hun groeisnelheid afhangt van het herfinancieringstempo van de portefeuille. Het plafond wordt bereikt zodra het volledige volume leningen met een vaste rente en vastrentende obligaties is vernieuwd.

3.2 De economische ondergrens van de nominale rentetarieven

De dynamische analyse van de drie kanalen waarlangs een daling van de beleidsrente een typische commerciële bank beïnvloedt, leidt tot een dubbele eindconclusie.

In ons kader groeien de resultaten van de bank indien de beleidsrente daalt op het ogenblik dat ze positief is, ongeacht hoe lang de renteverlaging duurt. De mechanismen van de drie kanalen vallen dan onder de gebruikelijke noemer 'kanaal van het bankkrediet': aangezien een daling van de beleidsrente de nettowaarde van de bank doet stijgen, kan ze een toename van de kredietverstrekking door die bank bevorderen (Bernanke en Gertler, 1995).

Wordt daarentegen een reeds negatieve beleidsrente verlaagd, dan heeft zulks een ambigu effect op de resultaten van de bank en zodoende ook potentieel op haar vermogen inzake kredietverstrekking. Het totale effect is des te moeilijker te meten daar de aan de drie kanalen verbonden winsten en verliezen een verschillend tijdsprofiel hebben. Voorts is de duur van de periode waarin de daling van de rente tot een negatief peil van toepassing blijft, belangrijk om het totale effect van de meting te ramen: er zij met name opgemerkt dat de impact op de nettorentemarge aanhoudt, terwijl de invloed van de kapitaalwinsten beperkt is in de tijd.

Deze laatste vaststelling wijst op het bestaan van, behalve de fysieke ondergrens, nog een andere ondergrens van de nominale rente, namelijk de economische ondergrens van de nominale rentetarieven. Blijkt voor een daling, gedurende een welbepaalde tijdspanne, van de beleidsrente tot onder nul de – adequaat geactualiseerde – som van de daarmee gepaarde gaande winsten en verliezen voor de banken negatief te zijn, dan kan een restrictief verschijnsel ontstaan. Omdat de rentedaling de resultaten van de banken drukt, kan ze hun kredietverstrekking immers ontmoedigen. De economische ondergrens van de nominale rentetarieven stemt zodoende overeen met het rentepeil vanaf hetwelk een dergelijk restrictief verschijnsel kan ontstaan. Het bereiken van een dergelijke grens zorgt voor een ommekeer in het traditionele kanaal van het bankkrediet: de daling van de beleidsrente resulteert in een neerwaartse druk op de dynamiek van de kredietverlening. Daarom wordt ze door Brunnermeier en Koby (2017) ook de reversal rate genoemd.

In de praktijk ligt de economische ondergrens van de nominale rentetarieven niet noodzakelijk onder nul. Ook boven dat niveau kunnen de rentes op retaildeposito's daadwerkelijk een sterke rigiditeit vertonen, bijvoorbeeld als ze door de wetgever worden geregeld. Zo heeft de economische ondergrens potentieel dus ook reeds betrekking op dalingen van de beleidsrente tot een peil dat 'niet negatief' is, maar dat relatief dicht in de buurt van nul ligt.

Bovendien zij beklemtoond dat de grens afhankelijk is van een raming door de banken zelf. Van belang in die raming is het dynamische aspect. Het niveau van de grens zal dus

worden aangepast aan de verwachte duur van de negatieve renteperiode. Dat brengt de gevaren aan het licht van een te lang durend negatieve rentebeleid⁽¹⁾. Wordt de periode telkens opnieuw verlengd, dan is het bijvoorbeeld mogelijk dat op een bepaald ogenblik de aanvankelijk geboekte kapitaalwinsten volledig worden 'geabsorbeerd' door de verwachte directe verliezen op de nettorentemarge. Vanaf dat punt zullen de periodieke winsten die verbonden zijn aan de verbetering van de kwaliteit van de leningen en aan de toegenomen vraag, potentieel ontoereikend zijn om die verliezen goed te maken.

We moeten er echter blijven op wijzen dat deze conceptuele analyse veronderstelt dat de banken hun gedrag niet veranderen vanwege de daling van de beleidsrente. In werkelijkheid kunnen de banken evenwel besluiten hun *business model* grotendeels aan te passen om optimaal het hoofd te kunnen bieden aan de nieuwe renteomgeving, bijvoorbeeld door uitbreiding van hun activiteiten die andere dan rente-inkomsten opleveren. Daardoor kan onder meer de dynamiek van de kredietverlening gehandhaafd blijven, wat erop neerkomt dat de economische ondergrens van de nominale rentetarieven wordt verlaagd.

4. Welke kenmerken van de banken bepalen het effect van het negatieve rentebeleid op de kredietverstrekking?

De verscheidenheid aan kanalen waarlangs de negatieve rente de winstgevendheid van de banksector beïnvloedt, impliceert dat de samenstelling van de balans van de banken en, meer algemeen, hun bedrijfsmodel de relatieve omvang alsook het tijdsprofiel bepalen van de winsten en verliezen die gepaard gaan met een gegeven rentedaling tot onder nul.

4.1 Financiering met retaildeposito's

Aangezien de rigiditeit van de vergoeding op retaildeposito's het specifieke kernelement van de negatieve rente vormt, is het relatieve aandeel van deze financieringsbron voor iedere bank een sleutelfactor om de potentiële impact van de negatieve rente op haar winstgevendheid te ramen. Trekt een bank in mindere mate profijt van een daling van haar financieringskosten omdat de rentetarieven op de door haar aangehouden deposito's rigide

(1) Daarbij zij echter opgemerkt dat een langere periode van negatieve rente tegelijkertijd de initiële psychologische remmingen van de retailklanten ten aanzien van de negatieve rente kan afzwakken. Dat kan de banken extra manoeuvreerruimte bieden om hun financieringskosten te verlagen.

zijn, dan zal haar nettorentemarge krimpen, wat haar winstgevendheid zou kunnen drukken. Het bestaan van dat effect blijkt uit empirische analyses van banken uit het eurogebied. Claessens *et al.* (2017) tonen bijvoorbeeld aan dat een daling van de beleidsrente de nettorentemarge van banken telkens doet versmallen, maar het effect versterkt bij een laag rentepeil. In een onderzoek naar de specifieke rol van de rigiditeit van de depositorente, komen Ampudia en Van den Heuvel (2017) tot de bevinding dat rentedalingen tot nul of lager door de markten als nadelig werden beschouwd voor de toekomstige winstgevendheid van de banken, meer bepaald voor die met een ruimer aandeel deposito's: hun beurswaarde daalde sterker als gevolg van de besluiten om de beleidsrentetarieven te verlagen tot of tot onder nul. Volgens deze analyse, die betrekking heeft op 56 banken van het eurogebied, zouden verdere rentedalingen in dit klimaat een negatieve impact hebben op de prijs van de aandelen van banken met een zeer groot aandeel deposito's (namelijk de banken die in de verdeling wat het aandeel deposito's van huishoudens betreft, boven het 90^{ste} percentiel uitkomen). Daarentegen zou de impact op de beurswaarde van de banken met minder deposito's niet noemenswaardig verschillen van nul⁽¹⁾.

Bovendien kan de inkrimping van de nettorentemarge, aangezien die hun – huidige of toekomstige – winstgevendheid drukt, de banken er mogelijk toe aanzetten de monetairbeleidstransmissie via het kanaal van het bankkrediet te beperken. Om die impact na te gaan en te kwantificeren, hebben we het verlenen van bankleningen aan ondernemingen na de in juni 2014 goedgekeurde renteverlaging econometrisch geanalyseerd volgens een difference-in-differences-model op een panel van 256 banken uit het eurogebied, en dat op een maandelijks basis⁽²⁾. In eerste instantie wordt het groeiverloop van de kredietverstrekking aan niet-financiële ondernemingen vergeleken aan de hand van het aandeel van de retaildeposito's in de balans van de desbetreffende bank⁽³⁾. Vervolgens wordt, om na te gaan of een daling van negatieve rentetarieven een andere impact heeft dan een daling van positieve rentetarieven, een term toegevoegd die verwijst naar de verlaging, in juli 2012, van de effectieve beleidsrente tot nul. De gebruikte vergelijking is:

$$\text{groe}_i \text{ krediet}_{it} = \alpha + \beta (\text{dep_ratio}_{i5/2014} \times \text{na}(6/2014)) + \theta (\text{dep_ratio}_{i6/2012} \times \text{na}(7/2012)) + \gamma_i + \varphi_{it} + \varepsilon_{it}$$

(1) Uit de studie blijkt tevens dat dalingen van strikt positieve rentetarieven voor de banken als winstgevend werden beschouwd (aangezien ze zich vertalen in een stijging van hun beurswaarde, waarbij het positieve effect weliswaar kleiner is voor banken met meer deposito's).

(2) Voor meer informatie over de structuur van de gebruikte gegevensbank, zie Boeckx *et al.* (2017).

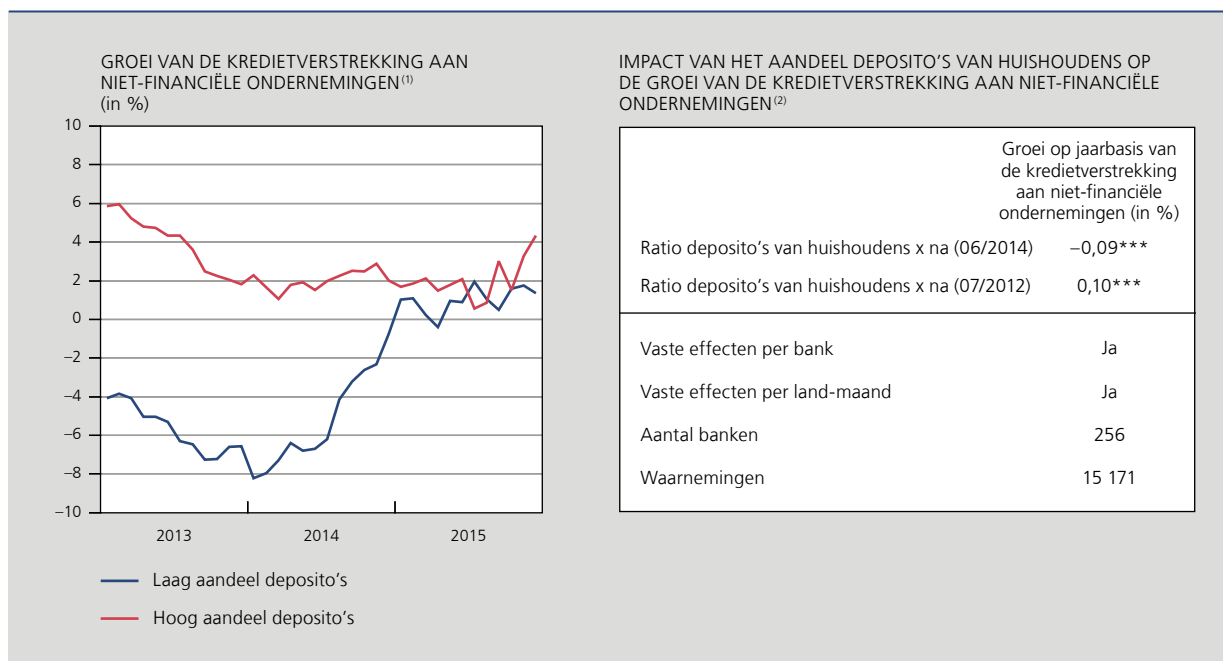
(3) De resultaten van deze specificatie, die vergelijkbaar zijn met die van de ruimere vergelijking, worden hier niet getoond.

De afhankelijke variabele is de groei op jaarbasis van de kredietverstrekking aan niet-financiële ondernemingen. Dep_ratio weerspiegelt het aandeel deposito's van de huishoudens in het balanstotaal van bank *i* tijdens de aan de rentedaling voorafgaande periode. Dat aandeel is in de interactievergelijking opgenomen met twee binaire variabelen: de ene verwijst naar de periode na de renteverlaging in juli 2012 en de andere naar de renteverlaging in juni 2014, dat is het ogenblik waarop de rente op de depositofaciliteit van de ECB voor het eerst negatief werd. De analyse heeft betrekking op de periode tussen januari 2011 en december 2015. Omdat de analyse een relatief korte periode na de invoering van de negatieve rente betreft, mag worden verondersteld dat de wijzigingen in de bedrijfsmodellen van de banken vrij beperkt waren. Teneinde rekening te houden met de specifieke kenmerken van de individuele banken en de economische en financiële situatie op dat ogenblik, worden vaste effecten per bank en per land-maand opgenomen.

Uit de resultaten blijkt dat een groter aandeel deposito's van de huishoudens ten opzichte van de activa neerkomt op een geringere toename van de kredieten aan niet-financiële ondernemingen in de achttien maanden volgend op de invoering van de negatieve rente. Meer specifiek zou 1 procentpunt extra deposito's van huishoudens (ten opzichte van het balanstotaal) het groeipercentage op jaarbasis van de kredieten aan ondernemingen met 8 basispunten doen afnemen. De impact van de renteverlaging in juli 2012 was omgekeerd, met een sterkere toename van de groei van de kredietverlening toen het aandeel van de deposito's van huishoudens in de balans groter was.

Die conclusie is vergelijkbaar met die van Heider *et al.* (2017), namelijk dat banken met meer deposito's na de invoering van de negatieve rente minder lenen aan ondernemingen dan banken met een geringer percentage deposito's. Voorts vinden zij dat banken met een ruimer aandeel deposito's hun kredietverlening op risicovollere ondernemingen richten: een ruimer aandeel deposito's gaat gepaard met het verstrekken van krediet aan ondernemingen waarvan het rendement op activa relatief volatieler is. Helaas kunnen wij aan de hand van onze database mogelijke effecten op het nemen van risico's door de banken niet analyseren.

De analyses op basis van difference-in-differences-modellen, zoals die welke in dit hoofdstuk worden beschreven, brengen louter een relatief effect aan het licht dat resulteert uit de vergelijking van het gedrag van verschillende banken. Die modellen wijzen dus niet op een – in absolute termen – ongunstig effect van de negatieve rente op de kredietverstrekking. Ze tonen



Bron: NBB.

(1) Een gering aandeel deposito's verwijst naar banken in het laagste kwartiel van de verdeling van het aandeel van de deposito's in het balanstotaal. Een ruim aandeel deposito's verwijst naar banken in het hoogste kwartiel.

(2) *** stemt overeen met de statistische significantiedrempel van 1%.

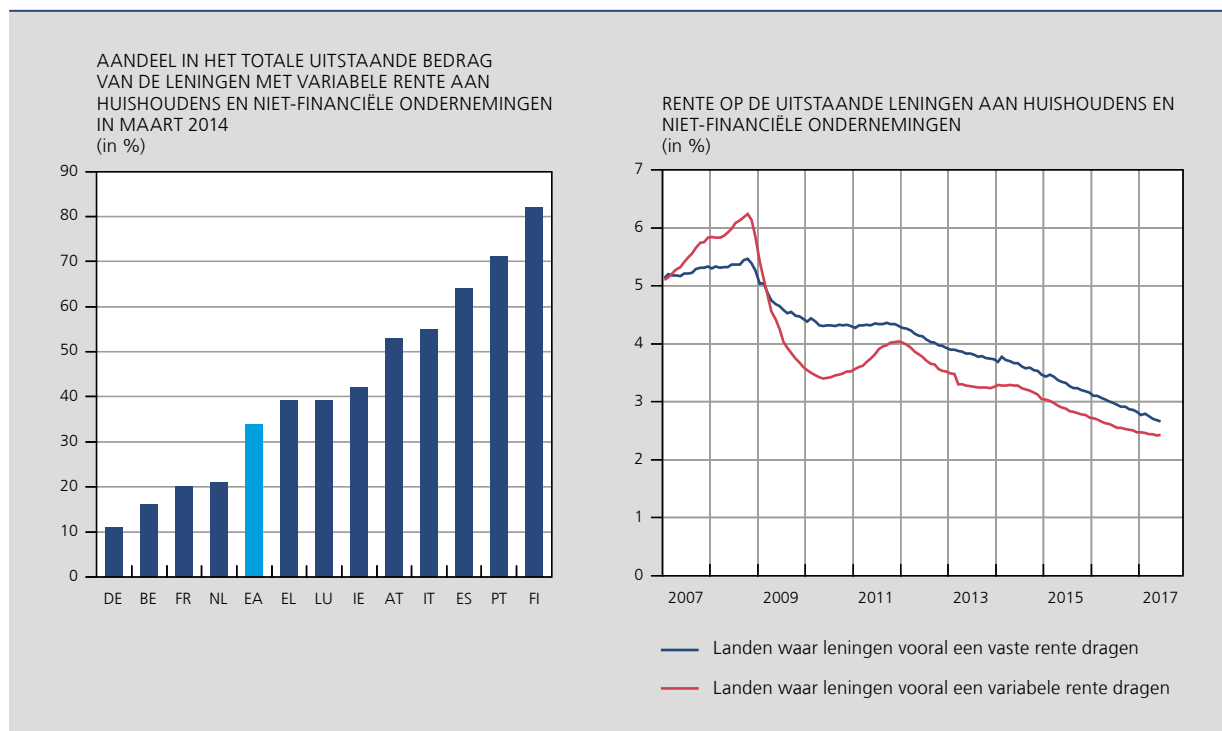
veeleer aan dat naarmate het relatieve aandeel van de retaildeposito's op de balans van een bank groter is, haar kredietverstrekking minder snel toeneemt in vergelijking met een gemiddelde bank. Op basis daarvan kan niets worden besloten over het effect van de negatieve rente op de kredietverstrekking voor een gemiddelde bank. Uit Grafiek 5 blijkt dat de kredietgroei na de renteverlaging van juni 2014 positief bleef, zowel voor banken met een groot aandeel deposito's als voor die met minder deposito's. In hoofdstuk 5 zal evenwel worden aangetoond dat dit niet uitsluitend toe te schrijven is aan het versoepelend effect van de negatieve rente.

De impact van het volume deposito's van huishoudens op de winstgevendheid van banken en, uiteindelijk, op de kredietverstrekking, kan ook worden beïnvloed door de marge waarover de banken op het ogenblik van de rentedaling beschikken om de rente op hun deposito's te verlagen. Die marge zal bepalen hoe snel en in welke mate de banken te kampen zullen hebben met negatieve druk op hun nettorentemarge. Het gaat echter niet om een absoluut begrip: wettelijke beperkingen, die van land tot land uiteenlopen, kunnen bijvoorbeeld verschillende ondergrenzen opleggen voor bepaalde rentetarieven op deposito's. Dat maakt het testen van deze hypothese tot een grote uitdaging.

4.2 Samenstelling en looptijd van de bankactiva

De economische ondergrens van de rentetarieven zou ook afhangen van de samenstelling en de looptijd van de activa van de banken. Het kan voor de banken winstgevend zijn activa met een langere duration aan te houden, waarvan het rente-inkomen minder gevoelig is voor rentewijzigingen. Een portefeuille met langlopende obligaties of vastrentende leningen kan de bank een stabiel rente-inkomen garanderen tot de vervaldag van de obligaties of de leningen, waarbij ze inmiddels (ceteris paribus) een hogere nettorentemarge behoudt, aangezien de financieringskosten – zij het slechts gedeeltelijk – als gevolg van de rentedaling worden bijgesteld.

Voor leningen is het de rentevaste periode veeleer dan de looptijd die de snelheid van aanpassing aan het nieuwe rentepeil grotendeels bepaalt. De referentietarieven voor leningen met variabele rente zijn over het algemeen marktrentetarieven die zich, zoals eerder vermeld, sterk hebben aangepast aan de dalingen van de beleidsrente, zelfs als die negatief is. Daaruit blijkt dat leningen met variabele rente, en vooral die waarvan de rente op relatief korte termijn wordt herzien, een aanzienlijk verlies aan rente-inkomen op de bestaande portefeuille van de banken kunnen teweegbrengen.



Bronnen: ECB, eigen berekeningen.

Het aandeel van de leningen met variabele rente verschilt sterk tussen de landen van het eurogebied; ieder land heeft wellicht vrij gevestigde benaderingen of gebruiken, vooral wat de hypothecaire leningen aan de huishoudens betreft. Die discrepantie leidt tot een verschillende impact van de wijzigingen van de beleidsrentes. Ook banken die hoofdzakelijk leningen met vaste rente verstrekken, kunnen, bij herfinanciering van de leningen, worden beïnvloed door rentewijzigingen, zij het minder automatisch en systematisch. Indien de kredietverlener in het herfinancieringsproces een compensatie ontvangt, wordt het negatieve effect op het inkomen van de desbetreffende bank evenwel deels getemperd (althans op korte termijn).

Het volume en de looptijd van de vastrentende obligaties in de portefeuille van verhandelbaar waardepapier bepalen ook hoe gevoelig de rentabiliteit van de bank is voor de negatieve rente. Zo gaan een groter aandeel obligaties in het balanstotaal en een langere resterende looptijd gepaard met een minder nadelige impact op de winstgevendheid. De waarde van de aangehouden effecten stijgt immers wanneer de rente daalt, en nog sterker wanneer ze een langere looptijd hebben. Als banken daarentegen weinig obligaties of veeleer kortlopende effecten aanhouden, zullen de kapitaalwinsten als gevolg van

de rentedaling geringer uitvallen. Banken zijn daardoor minder in staat toekomstige verliezen op hun nettorentemarge te compenseren wanneer hun financieringskosten slechts gedeeltelijk worden aangepast.

Meer in het algemeen lijkt het aandeel verhandelbaar waardepapier dat banken aanhouden, de ongunstige invloed van de negatieve rente op het kredietaanbod voor niet-financiële ondernemingen te temperen. Wordt dezelfde econometrische analyse als voorheen toegepast op de banken met een groter en met een kleiner aandeel verhandelbare activa⁽¹⁾ (de bovenste en onderste kwartielen van de verdeling), dan lopen de resultaten sterk uiteen. Voor banken met een groot volume verhandelbare activa bleek de depositoratio de groei van de kredietverstrekking aan ondernemingen in een periode van negatieve rente niet te belemmeren (aangezien de coëfficiënt veel lager was dan die van banken met minder verhandelbare activa, en niet noemenswaardig verschilde van nul). Voor banken met een beperkt volume verhandelbare activa, daarentegen, neemt de impact van de deposito's van huishoudens op de groei van de kredietverstrekking toe (-22 basispunten

(1) De som van de schuldbewijzen (uitgegeven door de overheid of de private sector – met uitzondering van andere banken) en de aandelen van de private sector (ongerekend banken) in verhouding tot het balanstotaal.

in plaats van gemiddeld -9 basispunten). Aangezien de herwaardering van de effecten de ongunstige impact van de negatieve rente op de winstgevendheid van de banken afzwakt, lijkt ze ook het mogelijk nadelige effect ervan op de kredietverstrekking te matigen.

Uiteindelijk zijn de bankactiva met de kortste looptijd en de hoogste rentegevoeligheid de liquiditeitsoverschotten die de banken bovenop hun verplichte reserves bij de centrale bank deponeren. Een bank lijdt op haar liquiditeitsoverschotten verlies wanneer de erop toegepaste rente lager is dan hun marginale financieringskosten (Buiten en Rahbari, 2016). Hoewel die verliezen niet uitsluitend in periodes van negatieve rente voorkomen, is het waarschijnlijker dat, wanneer de rente tot onder nul daalt, de marginale financieringskosten relatief hoog zullen zijn voor banken met een groot aandeel deposito's van huishoudens, en dit omdat de vergoeding ervan rigide is. Het aanhouden van grote liquiditeitsoverschotten kan het rente-inkomen van de banken dus drukken en, aangezien de financieringskosten rigide zijn, ook hun winstgevendheid. Er zijn echter verscheidene factoren die de omvang van die impact nuanceren.

Om te beginnen, blijft het gewicht van de liquiditeitsoverschotten in het balanstotaal van de banken in het eurogebied, hoewel het sinds begin 2015 sterk is toegenomen, relatief gering (6 % in augustus 2017), vooral vergeleken met dat van de retaildeposito's (22 % op dezelfde datum). Zo zou een daling met minder dan drie basispunten van de rente op de deposito's van huishoudens het verlies compenseren aan nettorente-inkomen dat voortvloeit uit een daling met 10 basispunten van de rente op de depositofaciliteit van de ECB.

Voorts is die sterke toename van de liquiditeitsoverschotten tijdens de afgelopen jaren de tegenpost van de effecten die het Eurosysteem in het kader van de kwantitatieve versoepeling (APP) heeft aangekocht. Voor zover die effecten door de banken zelf werden aangehouden, leverden ze op het ogenblik van de verkoop kapitaalwinsten op.

Tot slot is de verdeling van de liquiditeitsoverschotten over de banken een belangrijke factor om de impact ervan te beoordelen: als ze hoofdzakelijk in handen zijn van banken met een klein aandeel retaildeposito's, zou het effect op de winstgevendheid van de banksector zeer gering moeten zijn. Baldo *et al.* (2017) tonen dat de verdeling van de liquiditeiten onder andere afhangt van het zakenmodel van de banken: vergeleken met hun balanstotaal, lijken investeringsbanken en clearing-instellingen grotere liquiditeitsoverschotten te accumuleren. Dit suggereert dat de liquiditeitsoverschotten geen bedreiging zouden vormen voor de transmissie van het monetair beleid naar het bankkrediet.

4.3 Heeft het aanbod van bankleningen onder de negatieve rente geleden?

Er moet worden op gewezen dat noch de tot dusver opgetekende gegevens, noch de hier aangehaalde analyses op een restrictief effect wijzen van de negatieve rente in absolute termen, zoals gedefinieerd door Brunnermeier en Koby (2017)⁽¹⁾. In het algemeen ging de implementatie van het negatieverentebeleid in het eurogebied gepaard met een versnelling van de kredietverstrekking en een scherpe daling van de bancaire debetrentes. De rentetarieven voor leningen daalden aanzienlijk sterker dan de gemiddelde referentierente op de interbancaire markt (dat is de rente waartegen banken zich op die markt kunnen financieren) (ECB, 2017a). Die positieve ontwikkelingen worden bevestigd door de antwoorden van de banken op vragen over de impact van de negatieve rente op de kredietverstrekking in de driemaandelijke enquêtes naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied. Ondanks het negatieve effect op het nettorente-inkomen, zou de negatieve rente een positieve invloed hebben gehad op het kredietvolume, en hebben bijgedragen tot lagere debetrentes (ECB, 2017d). Tegelijkertijd zijn sommige banken uit het eurogebied zich meer gaan richten op activiteiten die kosten en commissies genereren om de inkrimping van hun nettorente-inkomen te compenseren (ECB, 2016b).

Het blijft echter moeilijk om de specifieke bijdrage van de negatieve rente aan het vastgestelde verloop van de debetrentes en het bankkrediet vast te stellen, aangezien de ECB sinds juni 2014 ook andere maatregelen heeft genomen, bijvoorbeeld de forward guidance, de programma's voor de aankoop van activa, en de gerichte langerlopende herfinancieringstransacties. In het volgende hoofdstuk worden de wisselwerkingen tussen de negatieve rente en die maatregelen besproken.

5. Wisselwerkingen en complementariteit tussen het negatieverentebeleid en de andere monetairbeleidsmaatregelen

De effecten en de transmissiekanalen van de verschillende monetairbeleidsmaatregelen die de ECB sinds juni 2014 heeft genomen, interageren en vullen elkaar aan. Bijgevolg kan een combinatie van de maatregelen ook specifieke additionele gevolgen hebben voor de winstgevendheid van de banksector en voor de transmissie via de banken.

(1) Uit een analyse van Goldman Sachs Economic Research (Hazell en Pill, 2016) blijkt echter dat de groei van de kredietverlening aan de ondernemingen vertraagt als gevolg van een daling van de rente wanneer deze zeer laag of negatief is.

Algemeen beschouwd, kan het bestaan van een ondergrens het vermogen van de centrale bank beknotten om het monetair beleid verder te versoepelen (Goodfriend, 2016). De negatieve rente kan dus worden beschouwd als een maatregel die de werking van het – zowel conventioneel als niet-conventioneel – monetair beleid versterkt (Rostagno *et al.*, 2016). Zo kunnen, in het conventioneel beleid, rentedalings tot onder nul een grotere impact hebben op de financiële voorwaarden dan dalingen van positieve rentetarieven, indien ze de perceptie inzake de ondergrens van de beleidsrente veranderen. Toegepast op het eurogebied, kan de negatieve rente daardoor de toekomstige beleidsintenties – de forward guidance – versterken (Cœuré, 2016). Aangezien wordt verwacht dat de rente in de toekomst laag zal blijven, drukt ze de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige rente, wat de rest van de rendementscurve – tot ver buiten het korte segment – neerwaarts heeft doen verschuiven. Tegelijkertijd versterken andere maatregelen van de ECB het effect van de dalingen van negatieve rentes op de rendementscurve, met name de forward guidance en het programma voor de aankoop van activa, wat een zwaardere impact heeft op de middellange en lange segmenten van de rendementscurve. Daardoor en afgezien van de neerwaartse verschuiving die door de rentedalings wordt veroorzaakt, is de rendementscurve afgevlakt. Die afvlakking kan een aantal uiteenlopende effecten sorteren op de winstgevendheid van de banken. Enerzijds kan ze de winstgevendheid van de banken sterker aantasten, aangezien de banken normaliter baat hebben bij een steilere rendementscurve. De voorheen aangehouden activa worden immers vervangen door activa die een lager rente-inkomen opleveren, wat directe verliezen op de nettorentemarge teweegbrengt ingeval de financieringskosten niet in dezelfde mate worden aangepast.

Anderzijds draagt de gelijktijdige tenuitvoerlegging van de verschillende maatregelen bij aan een toenemende versoepeling van de financiële voorwaarden en helpt ze zodoende de positieve invloed van de rentedaling op de economie van het eurogebied te versterken. Bijgevolg zou het doel van de maatregelen, namelijk het aanwakkeren van de economie en de inflatie, sneller kunnen worden bereikt, wat de tijdspanne waarin de rente op een zeer laag peil moet blijven, zou verkorten – en dus ook de potentieel negatieve invloed temperen die een te lange periode met een negatieve rente op de banken kan hebben.

Bovendien doet de extra daling van de rentes op langere termijn, die voortvloeit uit de forward guidance en de aankoopprogramma's, de door de bank aangehouden handelbare activa sterker in waarde stijgen, zoals hierboven is uiteengezet. De kapitaalwinsten ten gevolge van de waardevermeerdering van die activa zouden voor de banken dus groter zijn dan wanneer de negatieve rente de enige door de centrale bank toegepaste maatregel zou zijn.

De negatieve rente vult ook de tenuitvoerlegging van de programma's voor kwantitatieve versoepeling aan, doordat ze de portefeuilleherschikking in de hand werkt die typisch is voor de programma's voor de aankoop van activa: het feit dat de banken op hun overreserves een negatief marginaal inkomen ontvangen, noopt hen ertoe die reserves anders aan te wenden, met andere woorden ze om te zetten in andere soorten van activa. Bijgevolg kan de negatieve rente tot uiting komen in een groei van de leningen (inclusief de interbancaire) of in een grotere blootstelling aan risicovollere activa (met inbegrip van in andere valuta's luidende activa). Zo zou de wisselwerking tussen de negatieve rente en het aankoopprogramma dit programma efficiënter kunnen maken.

De programma's voor kwantitatieve versoepeling kunnen ook de samenstelling van de balans van de banken en, derhalve, hun rentabiliteit wijzigen. De aankopen van activa zorgen immers voor een forse stijging van het liquiditeitsoverschot in het bankwezen. Hoewel de verdeling daarvan afhangt van de strategieën en alternatieven van de individuele banken, kan de verlaagde duration van de activa van sommige banken de druk op hun winstgevendheid verhogen indien ze te kampen hebben met relatief rigide financieringskosten. Die effecten zouden meer uitgesproken zijn indien de beleidsrentes sterker teruglopen, maar ook indien ze langer dan verwacht onder nul blijven. De programma's voor de aankoop van activa hebben zodoende ook een dynamische dimensie (met toenemende liquiditeitsoverschotten), die bovenop het negatieve rentebeleid komt.

Die druk kan des te zwaarder worden naarmate het programma voor de aankoop van activa gepaard gaat met een stijging van het volume van de deposito's, in het bijzonder van de retaildeposito's, hetzij rechtstreeks indien de centrale bank effecten aankoopt bij retailklanten en deze laatsten de winst deponeren bij banken van het eurogebied, hetzij indirect als de tweederonde-effecten van het programma leiden tot een toename van de leningen aan huishoudens en ondernemingen (voor een intuïtieve verklaring van dat effect, zie Cordemans *et al.*, 2016).

Die wisselwerkingen hebben gevolgen voor de sequentiebepaling van de monetairbeleidsmaatregelen, zowel voor de tenuitvoerlegging als voor de intrekking ervan. Volgens Brunnermeier en Koby (2017) zouden de beleidsrentes, voor een maximale impact van de maatregelen via het kanaal van het bankkrediet, hun ondergrens reeds moeten hebben bereikt vóór wordt overwogen een programma voor kwantitatieve versoepeling uit te voeren. Worden immers geen nieuwe rentedalings (die de op hun balans behouden activa zouden herwaarderen) meer verwacht, dan zullen de

houders van activa – inclusief de banken – sneller bereid zijn die activa aan de centrale bank te verkopen in het kader van het aankoopprogramma. Heeft de rente daarentegen de ondergrens nog niet bereikt, dan kunnen de banken er de voorkeur aan geven hun activa te blijven aanhouden, waardoor het aankoopprogramma minder efficiënt wordt. Bovendien impliceert die precieze sequentiebepaling dat de banken kapitaalwinsten ten gevolge van de rentedaling kunnen boeken tot wanneer de ondergrens is bereikt, alvorens de activa te verkopen, wat de mogelijke ongunstige invloed van de negatieve rente op de nettorentemarge tempert. Een onverwachte rentedaling na de verkoop van de activa zou een minder grote kapitaalwinst opleveren (of een lagere vergoeding op de liquiditeitoverschotten die voortvloeien uit de verkoop van activa), wat de banken minder weerbaar zou maken tijdens een langere periode van negatieve rente (en zodoende de transmissie van de versoepeling naar de economie zou beperken).

De complementariteit van de maatregelen heeft voor de banken ook gevolgen wat de volgorde betreft waarin de diverse maatregelen worden ingetrokken: door het aankoopprogramma eerst te beëindigen, zou de rendementscurve steiler kunnen worden (de termijnpremie zou stijgen), wat de potentiële weerslag van een langere

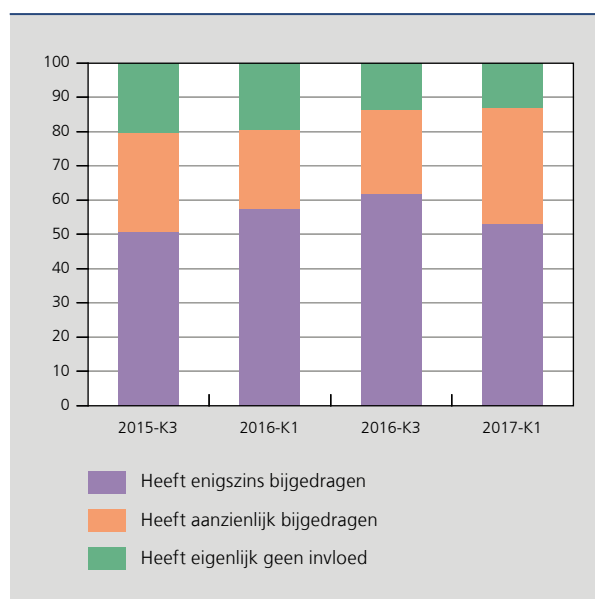
periode van negatieve rente op de winstgevendheid van de banken zou kunnen temperen, terwijl de korte rente relatief laag zou worden gehouden.

Meer specifiek toegespitst op de banken is de complementariteit tussen de negatieve rente en de TLTRO's. Deze transacties, die erop gericht zijn het verstrekken van bankkrediet aan de ondernemingen te bevorderen, zorgen voor de banken die eraan deelnemen voor een zeer vlotte financiering op middellange termijn⁽¹⁾: zodoende oefenen ze op de financieringskosten van de banken neerwaartse druk uit (zowel rechtstreeks, voor de banken die middelen lenen, als indirect, doordat ze een extra financieringsbron bieden naast de traditionele bronnen, zoals de uitgifte van bankobligaties of de interbancaire leningen, en aldus hun rendementen doen afnemen). Met name de tweede reeks transacties, die werd uitgevoerd sinds juni 2016, verstrekt middelen gedurende een periode tot vier jaar, tegen een rente die potentieel gelijk is aan die op de depositofaciliteit. In oktober 2017 bedroeg de door de TLTRO's gecreëerde liquiditeit € 758 miljard, dat is 42 % van het liquiditeitsoverschot van het bankwezen in het eurogebied en 2,4 % van het balanstotaal van de banken.

Door de financieringskosten van de banken te verlagen, zouden de TLTRO's de negatieve invloed hebben getempert van de rigiditeit van de depositorente op hun nettorentemarge en, derhalve, op de kredietverstrekking. Volgens de antwoorden op de driemaandelijkse enquêtes naar de bancaire kredietverlening van het eurogebied oordelen de banken immers dat de TLTRO's positief hebben bijgedragen aan de kredietverstrekking aan niet-financiële ondernemingen.

GRAFIEK 7 INVLOED VAN DE TLTRO'S OP DE KREDIETVERSTREKKING AAN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN

(in % van de banken die antwoorden op de vraag 'In hoeverre hebben de uit de eerdere TLTRO's verkregen middelen bijgedragen tot de kredietverstrekking aan niet-financiële ondernemingen?').



Bron: ECB, driemaandelijkse enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied.

Conclusie

Het negatieverentebeleid is de afgelopen jaren een extra instrument van de centrale banken geworden, samen met andere niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen. Hoewel de toepassing van dat beleid ingeburgerd is, zowel om de deflatierisico's te bestrijden als om de wisselkoers te beheersen, heeft het zijn beperkingen wat de monetaire transmissie via de banken betreft.

Die beperkingen vinden hun oorsprong in het bestaan van een ondergrens rond 0% voor de rente op retail-deposito's. Die grens veroorzaakt immers een neerwaartse rigiditeit voor de financieringskosten van de banken wanneer de beleidsrente te sterk wordt verlaagd en, a fortiori, wanneer ze negatief wordt.

(1) Voor meer informatie over de TLTRO's, zie onder meer ECB, 2017e

De neerwaartse rigiditeit voor de financieringskosten van de banken kan hun nettorentemarges onder neerwaartse druk plaatsen en hen uiteindelijk beknotten in hun vermogen om aan de economie meer krediet te verstrekken. Hoe langer de periode van negatieve rente bovendien duurt, hoe groter de mogelijkheid wordt dat er restrictieve effecten op de dynamiek van de kredietverlening ontstaan. De banken kunnen echter ook profijt trekken van kapitaalwinsten en van de verbetering van de macro-economische situatie die met de monetaire versoepeling gepaard gaat. Het ultieme effect van de negatieve rente op de winstgevendheid van de banken en op de kredietverstrekking zal dan ook afhangen van de samenstelling van de balansen van de banken.

Bovendien is het negatieverentebeleid in het eurogebied geen op zichzelf staande maatregel. Via de wisselwerkingen en de complementariteit met de andere monetairbeleidsmaatregelen kan de potentieel ongunstige invloed van een dergelijk beleid op de winstgevendheid van de banken en op hun vermogen om meer krediet te verstrekken, worden getemperd. Een combinatie van de maatregelen kan trouwens de transmissie vergemakkelijken, waardoor de monetairbeleidsdoelstellingen sneller kunnen worden bereikt en de duur van de periode waarin de negatieve rente noodzakelijk is, kan worden verkort. Het sinds de tenuitvoerlegging van het negatieverentebeleid opgetekende verloop van de kredietverstrekking in het eurogebied lijkt te wijzen op een probleemloze transmissie via de banken.

Bibliografie

Altavilla C., G. Carboni en R. Motto (2015), *Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Lessons from the Euro Area*, ECB, Working Paper Series 1864.

Ampudia M. en S. Van den Heuvel (2017), *Monetary policy and bank equity values in a time of low interest rates* (in voorbereiding/versie oktober 2017; SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2976372).

Arteta C., M. A. Kose, M. Stocker en T. Taskin (2016), *Negative Interest Rate Policies: Sources and Implications*, World Bank Group, Policy Research Working Paper 7791.

Baldo L., B. Hallinger, C. Helmus, N. Herrala, D. Martins, F. Mohing, F. Petroulakis, M. Resinek, O. Vergote, B. Usciati, Y. Wang (2017), *The distribution of excess liquidity in the euro area*, ECB Occasional Paper Series 200.

Barr M., B. Kasman en D. Mackie (2016), *Negative Policy Rates: The Bound Is Lower Than You Think*, J.P. Morgan, Special Report, Economic Research, 9 February.

Bech M. en A. Malkhozov (2016), 'How have central banks implemented negative policy rates?', *BIS Quarterly Review*, March, 31–44.

Bernanke B. en M. Gertler (1995), "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy transmission", *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48.

Bindseil U. (2017), *Negative interest rates and (other) non-conventional measures – Motivation and ECB experience*, presentation at IMF-BoA conference on negative euro area rates, Tirana, Albania, 5 May.

Boeckx J., M. de Sola Perea en G. Peersman (2017), *The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area*, CESifo Working Paper Series 6442.

Borio C., L. Gambacorta en B. Hofmann (2015), *The influence of monetary policy on bank profitability*, BIS Working Papers 514, October.

Borio C. en A. Zabai (2016), *Unconventional monetary policies: a re-appraisal*, BIS Working Papers 570.

Brunnermeier M.K. en Y. Koby (2017), *The Reversal Interest Rate: The Effective Lower Bound of Monetary Policy* (in voorbereiding/versie juli 2017; <https://scholar.princeton.edu/markus/publications/reversal-interest-rate-effective-lower-bound-monetary-policy>).

Buiter W. H. (2009), *Negative Nominal Interest Rates: Three Ways to Overcome the Zero Lower Bound*, NBER Working Paper 15118.

Buiter W.H. en N. Panigirtzoglou (2003), 'Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with Negative Interest on Currency: Gesell's Solution', *Economic Journal*, 113 (490), 723–46.

Buiter W.H. en E. Rahbari (2017), 'How Many Financial Sector Business Models Are Damaged By Low and Negative Rates?', Citi Research, *Global Economics Review*, 20 June.

Claessens S., N. Coleman en M.I. Donnelly (2017), 'Low-For-Long' Interest Rates and Banks' Interest Margins and Profitability: Cross-Country Evidence, International Finance Discussion Papers 1197.

Cœuré B. (2016), *Assessing the implications of negative interest rates*, Speech at the Yale Financial Crisis Forum, New Haven, USA, 28 July.

Cœuré B. (2014), *Life below zero: Learning about negative interest rates*, Speech at the annual dinner of the ECB's Money Market Contact Group, Frankfurt, 9 September.

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.

De Backer B. en J. Wauters (2017), 'De cyclische en structurele determinanten van de lagerenteomgeving', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 75–94.

Deroose M. en A. Stevens (2017), 'Lage inflatie in het eurogebied: oorzaken en gevolgen', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 113–129.

ECB (2016a), 'Trends in the external financing structure of euro area non-financial corporations', ECB, *Economic Bulletin*, issue 5, 29–32.

ECB (2016b), 'Adapting bank business models: financial stability implications of greater reliance on fee and commission income', *Financial Stability Review*, November.

ECB (2017a), 'MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy', ECB, *Economic Bulletin*, issue 1, 40–63.

ECB (2017b), *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2012*, ECB, Occasional Paper Series 188.

ECB (2017c), *Sensitivity Analysis of IRRBB – Stress test 2017 Final results*, October.

ECB (2017d), *The euro area bank lending survey. Third quarter of 2017*, October.

ECB (2017e), 'The targeted longer-term refinancing operations: an overview of the take-up and their impact on bank intermediation', ECB, *Economic Bulletin*, Issue 3, 42–46.

Genay H. en R. Podjasek (2014), *What is the Impact of Low Interest Rate Environment on Bank Profitability?*, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago Fed Letter 324.

Goodfriend M. (2000), 'Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy', *Journal of Money, Credit, and Banking*, 32(4), part 2, 1007–35.

Goodfriend M (2016), *The case for unencumbering interest rate policy at the zero lower bound*, Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 26–27 August.

Hazell J. en H. Pill (2016), 'Monetary policy transmission: When rates are (very) low, the bank lending channel is weak', *European Economic Analyst*, Goldman Sachs Economic Research, 15 September.

Heider F., F. Saidi en G. Schepens (2017), *Life Below Zero: Bank Lending Under Negative Policy Rates* (SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2788204>).

IMF (2016), *Article IV Consultation, Euro Area Policies: Selected Issues Paper*, IMF Country Report, 16/220.

IMF (2017), *Negative interest rate policies – Initial experiences and assessments*, IMF Policy Paper.

Jobst A. en H. Lin (2016), *Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area*, IMF Working Paper 16/172.

Kasongo Kashama M. (2014), 'Het hoe en het waarom van een negatieve rente op de depositofaciliteit', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 107–116.

Kimball M. (2013), *How and Why to Eliminate the Zero Lower Bound: A Reader's Guide*, Confessions of a Supply-Side Liberal blog, 20 September.

Madashi C. en I. P. Nuevo (2017), *The profitability of banks in a context of negative monetary policy rates: the cases of Sweden and Denmark*, ECB, Occasional Paper Series 195.

McAndrews J. (2015), *Negative Nominal Central Bank Policy Rates: Where Is the Lower Bound?*, speech at the University of Wisconsin, Madison, USA, 8 May.

Panigirtzoglou N., N. Srivastava, J. Vakharia en M. Inkinen (2016), *The unintended consequences of very negative rates*, J.P. Morgan, Flows & Liquidity, Economic Research, 12 February.

Rahbari E., W.H. Buiters en C. Rojas (2016), 'Negative Policy Rates – What's Next? Who's Next?', Citi Research, *Global Economics View*, 11 February.

Rogoff K. (2014), *Costs and Benefits of Phasing Out Paper Currency*, paper presented at NBER Macroeconomics Annual Conference, Harvard University, Massachusetts, USA, 11 April.

Rostagno M., U. Bindseil, A. Kamps, W. Lemke, T. Sugo en T. Vlassopoulos (2016), *Breaking through the zero line. The ECB's negative interest rate policy*, presentation at Brookings Institution Conference on Negative interest rates: Lessons learned...so far, Washington DC, USA, 6 June.

Woodford M. (2012), 'Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound', *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 185–288.

Naar een nieuwe beleidsmix in het eurogebied ?

P. Butzen
S. Cheliout
N. Cordemans
E. De Prest
W. Melyn
L. Van Meensel
S. Van Parys

Inleiding

Het macro-economisch beleid speelt een cruciale stabiliserende rol in markteconomieën: het streeft naar een stabiele en niet-inflatoire economische groei, die volledige werkgelegenheid bevordert. De recente wereldwijde financiële en economische crisis heeft de heersende consensus niet fundamenteel ter discussie gesteld, maar wel een aantal zwakke punten ervan aan het licht gebracht. In het huidige economische klimaat, dat wordt gekenmerkt door een gematigde groei, een geringe inflatie en een lage rente, is het bovendien nuttig de werking en de rol van respectievelijk het monetair beleid en het begrotingsbeleid opnieuw te bekijken. In het eurogebied geldt een zeer specifieke situatie, met een overheidsschuldencrisis waaruit heel wat te leren valt.

Tegen die achtergrond wordt in dit artikel ingegaan op het thema van de macro-economische beleidsmix in het eurogebied. In het eerste hoofdstuk worden de macro-economische consensus van vóór de crisis en de uit die crisis getrokken lessen behandeld. Het tweede hoofdstuk behandelt de huidige macro-economische situatie en het derde hoofdstuk het monetair beleid van het Eurosysteem. In het vierde hoofdstuk wordt nagegaan welk soort begrotingsbeleid wenselijk is in de huidige omstandigheden, zowel in de afzonderlijke landen als voor het eurogebied als geheel. In het vijfde hoofdstuk wordt de bijzondere rol van Duitsland onderzocht. In het zesde hoofdstuk wordt

ingegaan op de vraag of er nood is aan een aangepast Europees beleidskader. Tot slot volgen enkele conclusies.

1. Nieuwe inzichten inzake de beleidsmix

1.1 De macro-economische consensus vóór de crisis

Een markteconomie wordt intrinsiek geconfronteerd met economische cycli, dat zijn perioden van expansie en inkrimping van de bedrijvigheid, waarvan de omvang uiteenloopt. De frequentie en de duur van die perioden zijn afhankelijk van onzekere gebeurtenissen van verschillende aard, 'schokken' in economisch jargon. Dat kunnen onder meer (technologische, financiële, ...) innovaties, geopolitieke ontwikkelingen, weersomstandigheden, aanpassingen aan het overheidsbeleid of zelfs 'animal spirits' zijn (Keynes, 1936 of Akerlof en Shiller, 2009). Deze laatste zijn inherent aan de menselijke aard en stemmen overeen met de optimistische of pessimistische verwachtingen die de beslissingen van economische subjecten beïnvloeden.

De financiële sector vervult de rol van accelerator van de economische cycli (Bernanke *et al.*, 1996). De kredieten die worden verstrekt ter financiering van de consumptie of de investeringen, berusten op waarborgen. In tijden

van optimisme en economische expansie neemt de waarde hiervan doorgaans toe. Tegen die achtergrond wordt overvloedig krediet verleend, wat de uitgaven ondersteunt. Omgekeerd, wanneer het pessimisme de bovenhand neemt en de bedrijvigheid krimpt, neemt de waarde van de waarborgen af. Het krediet wordt dan schaarser, wat de consumptie en de investeringen afremt. Bovenop het vermogenseffect, waarmee de invloed van een verandering in het vermogen op het consumptie- en spaargedrag bedoeld wordt, leidt de wisselwerking tussen de financiële en de reële sferen van de economie aldus, naargelang van het geval, tot heilzame of vicieuze cirkels van expansie of inkrimping van de bedrijvigheid.

De variabele bedrijvigheid creëert onzekerheid en heeft een negatieve invloed op de consumptie- en investeringsbeslissingen, in de veronderstelling dat individuen risicoavers zijn. Ze gaat doorgaans bovendien gepaard met een variabiliteit van de inflatie en de werkgelegenheid waaraan hoge welvaartskosten verbonden zijn. Een instabiele inflatie drukt het vertrouwen en de koopkracht van de consumenten. Ze verhoogt ook de risicopremies op de financiële markten en doet de rente toenemen. Zodoende bemoeilijkt ze economische beslissingen en verhindert ze een optimale toewijzing van middelen. Een onvoorspelbare variabiliteit van het prijsniveau leidt uiteindelijk tot willekeur in de herverdeling van vermogens en inkomens tussen schuldenaars en schuldeisers. Het extreme geval van een deflatoire spiraal, waarin een daling van de prijzen de schuldenlast doet oplopen en omgekeerd, is bijzonder schadelijk (zie Fisher, 1933). Een stijging van de werkloosheid tijdens een vertraging van de bedrijvigheid leidt tot inkomensverliezen, maar ook tot een verlies aan menselijk kapitaal.

Tegen die achtergrond is het macro-economisch beleid er juist op gericht de ongewenste effecten van de economische schommelingen te voorkomen en tot een minimum te beperken: volgens de begin jaren tachtig ontstane consensus beoogt het een stabiele, niet-inflatoire economische groei, die volledige werkgelegenheid bevordert. Het monetair beleid en het begrotingsbeleid zijn daarbij de twee belangrijkste instrumenten.

Het monetair beleid ziet toe op prijsstabiliteit

Het monetair beleid, dat is de regulering van de geldprijs en/of de geldhoeveelheid – waarbij geld wordt opgevat als het geheel van betaalmiddelen – in de economie, moet prijsstabiliteit op middellange termijn waarborgen. Dat is de beste bijdrage die het monetair beleid kan leveren tot economische welvaart en werkgelegenheidscreatie. Volgens het principe van ‘divine coincidence’ minimaliseert de centrale bank, door de inflatie in toom

te houden, immers de output gap, dat is het verschil tussen de reële en potentiële productie (Blanchard en Galí, 2007). Ze bevordert derhalve ook de volledige werkgelegenheid.

De keuze voor de middellange termijn wordt gerechtvaardigd door de vertragingen bij de monetairbeleidstransmissie en de wens om outputschommelingen als gevolg van een excessief activisme van de centrale bank tot een minimum te beperken. Om elke inflatoire bias te voorkomen, is het raadzaam het monetair beleid toe te vertrouwen aan een centrale bank die onafhankelijk is van de overheid, en elke monetaire financiering van de overheidsschuld te verbieden.

Prijsstabiliteit draagt overigens bij tot financiële stabiliteit. Door buitensporige inflatie te voorkomen, vermindert ze de risico's van in nominale termen gesloten contracten, en door deflatie te beletten voorkomt ze een toename van de schuldenlast in reële termen (Aucremagne en Ide, 2010). De centrale bank moet oog hebben voor het verloop van de activaprijzen, maar alleen voor zover de prijsstabiliteit wordt bedreigd. Ze vervult trouwens ook een rol als ‘geldschietster in laatste instantie’, waarbij ze dringende liquiditeitsbijstand verleent bij financiële onrust⁽¹⁾.

Het traditionele monetairbeleidsinstrument is de beleidsrente, waarmee de centrale bank de geldmarktrente stuurt en aldus de financieringsvoorwaarden in de gehele economie beïnvloedt. De monetaire autoriteiten volgen impliciet een ‘Taylor rule’ (Taylor, 1993). Zij reageren op afwijkingen van de inflatie ten opzichte van de doelstelling en op afwijkingen van de productie ten opzichte van het potentiële peil. Om in te werken op de reële rente, die relevant wordt geacht voor de consumptie- en investeringsbeslissingen, passen de autoriteiten de beleidsrente meer dan proportioneel aan op grond van het inflatieverloop.

Het begrotingsbeleid berust op de automatische stabilisatoren

Het begrotingsbeleid – de regulering van de overheidsontvangsten en -uitgaven in de economie – moet voornamelijk via de automatische stabilisatoren bijdragen tot een macro-economische stabilisatie. Die stabilisatoren zijn vooral de belastingen en de werkloosheidsuitkeringen, die uiteraard de schommelingen van de bedrijvigheid afvlakken.

(1) Die rol lag aan de basis van de oprichting van veel centrale banken in de 19^{de} en 20^{ste} eeuw. Ze dienden die rol zowel ten aanzien van de banksector als van de overheid te vervullen, aangezien beide nauw verbonden zijn en direct onderhevig zijn aan een wanbetalingsrisico bij een vertrouwenscrisis. Aangezien dit in de praktijk uiterst zelden voorkomt, raakte de rol van geldschietster in laatste instantie van de centrale banken in de geavanceerde economieën grotendeels op de achtergrond aan de vooravond van de Grote Recessie.

In 'normale' tijden, dus bij een recessie van korte duur⁽¹⁾, is een discretionair begrotingsbeleid niet aan te bevelen. Institutionele beperkingen en vertragingen bij de tenuitvoerlegging van een dergelijk beleid verminderen in de praktijk immers de doelmatigheid ervan, of maken het zelfs procyclisch. Bovendien doen de onzekerheden over de begrotingsmultiplicator en de potentiële Ricardiaanse equivalentie-effecten⁽²⁾ twijfels rijzen over de gevolgen ervan (Blanchard *et al.*, 2010). Een ander argument tegen een discretionair begrotingsbeleid is de aan het monetair beleid toegekende leidende rol inzake macro-economische stabilisatie waarbij een tweede instrument overbodig wordt geacht⁽³⁾. Tegen die achtergrond moet het begrotingsbeleid zich uitsluitend richten op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën zonder het monetair beleid te verstoren bij de verwezenlijking van haar doelstelling van prijsstabiliteit.

Hoewel er over dat idee geen eensgezindheid bestaat, wordt aangenomen dat een discretionair begrotingsbeleid bij een 'liquiditeitsval' wel degelijk een rol kan spelen

inzake macro-economische stabilisatie (Keynes, 1936). Zo'n liquiditeitsval doet zich voor na een zware ongunstige schok en wanneer het monetair beleid niet meer in staat is de prijzen of de bedrijvigheid te stimuleren – omdat de economische subjecten niet meer reageren op de toename van de liquiditeit of omdat de beleidsrentetarieven hun bodempeil hebben bereikt. In die situatie is de begrotingsmultiplicator bijzonder hoog omdat het verdringingseffect⁽⁴⁾ wegvalt. Een dergelijke recessie duurt doorgaans trouwens langer dan de tijd die nodig is voor het politieke besluitvormingsproces.

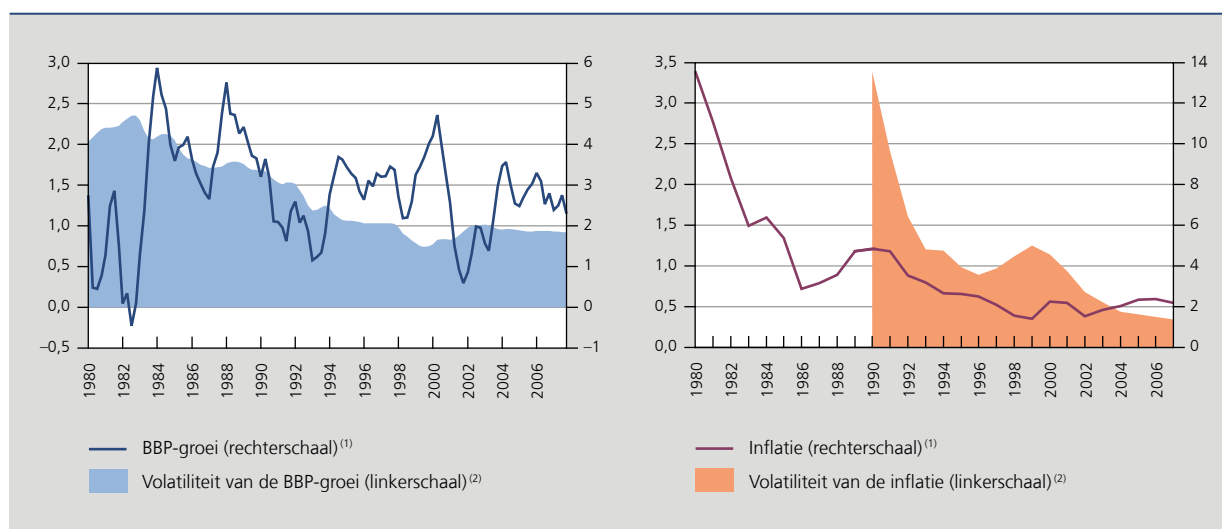
Na de 'Grote Depressie' van de jaren dertig bleef de liquiditeitsval lange tijd een intellectuele rariteit die enkel in studieboeken aan bod kwam. De Japanse ervaring vanaf het midden van de jaren negentig en de recessie aan het begin van de jaren 2000 in de Verenigde Staten wekten echter opnieuw belangstelling voor het thema (zie bijvoorbeeld Auerbach en Obstfeld, 2003 of Eggertsson en Woodford, 2004).

- (1) Er bestaat geen consensus over de definitie van een recessie. Volgens het Amerikaanse National Bureau of Economic Research (NBER) gaat het om een aanzienlijke en algemene vertraging van de economische bedrijvigheid gedurende een periode van twee of meer opeenvolgende kwartalen. Historisch gezien duurt een recessie maximaal ongeveer één jaar en komt ze tot uiting in een daling van de productie met minder dan 5 %. Een vertraging van de bedrijvigheid die ernstiger is en een langere periode bestrijkt, kan een depressie worden genoemd.
- (2) Volgens die hypothese gaat de private sector, als reactie op een begrotingsexpansie en een toename van het overheidstekort, meer sparen, omdat de huishoudens en de ondernemingen ervan uitgaan dat de overheid in de toekomst de belastingen zal verhogen of de uitkeringen zal verlagen. In haar meest extreme vorm impliceert die theorie dat een begrotingsexpansie de economie helemaal niet stimuleert, zoals een inkrimping van de begroting ze evenmin afremt.
- (3) Die visie is zeer diep doorgedrongen in academische kringen en in de centrale banken. In de praktijk werden echter ook bepaalde discretionaire maatregelen genomen tijdens 'standaardrecessies' (Blanchard *et al.*, 2010).
- (4) De daling van de particuliere bestedingen die wordt veroorzaakt door de opwaartse druk op de rente die een expansief begrotingsbeleid uitoefent.

De 'Great Moderation'

Rond het midden van de jaren 2000 werd algemeen aangenomen dat het hierboven beschreven kader had bijgedragen tot meer macro-economische stabiliteit in de geavanceerde economieën. De grotere stabiliteit van de economische groei en de inflatie, alsook het gematigder verloop hiervan hadden in het begin van de jaren tachtig een aanvang genomen. Dit verschijnsel werd de 'Great Moderation' genoemd (zie bijvoorbeeld Bernanke, 2004).

GRAFIEK 1 VERLOOP EN VOLATILITEIT VAN BBP-GROEI EN INFLATIE IN DE GEAVANCEERDE LANDEN



Bron: IMF.

(1) Veranderingspercentages ten opzichte van het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.

(2) Standaardafwijking voor glijdende periodes van 40 kwartalen.

Eurogebied: een kader dat veeleer overeenstemt met de consensus

Het institutioneel kader van de Economische en Monetaire Unie (EMU) berust op het Verdrag van Maastricht van 1992 en weerspiegelde grotendeels de vóór de crisis geldende macro-economische consensus.

Het gemeenschappelijk monetair beleid werd toevertrouwd aan een onafhankelijke autoriteit – het Eurosysteem – die een mandaat kreeg dat gericht is op prijsstabiliteit. In het kader van zijn monetairbeleidsstrategie heeft de Raad van Bestuur van de ECB een inflatiedoelstelling voor het eurogebied vastgelegd van ‘dicht bij, maar minder dan 2 % op middellange termijn’. In normale tijden versoepelt of verkrapt het Eurosysteem de monetairbeleidskoers door zijn beleidsrentetarieven neerwaarts of opwaarts aan te passen.

Het begrotingsbeleid bleef gedecentraliseerd, in handen van de nationale overheden. Voor dat beleid gelden echter gemeenschappelijke regels die berusten op het idee dat overheden een begrotingsevenwicht moeten nastreven en de automatische stabilisatoren vrij moeten laten spelen om schokken op te vangen. Het in 1997 goedgekeurde Stabiliteits- en groeipact (SGP) legt, op basis van de bepalingen van het Verdrag van Maastricht, maximale referentiewaarden op voor het overheidstekort (3 % bbp) en de overheidsschuld (60 % bbp)⁽¹⁾. Het pact, dat een preventief en een correctief gedeelte omvat, heeft tot doel de begrotingsdiscipline in de EMU te garanderen. De nadruk op begrotingsdiscipline moet tegelijkertijd zorgen voor een betere coördinatie van de beleidsmaatregelen, de houdbaarheid van de overheidsfinanciën waarborgen en overloopeffecten voorkomen⁽²⁾.

Om naast de door de begrotingsregels opgelegde discipline een marktdiscipline te handhaven, bepaalt het

Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) dat monetaire financiering van de overheids-schuld verboden is (art. 123) en bevat het een ‘no bail-out’-clausule (art. 125). Deze laatste verbiedt de Unie en haar lidstaten de verbintenissen van overheden van andere lidstaten te waarborgen.

Om de nationale overheid de gelegenheid te bieden vloter te reageren op ‘idiosyncratische’ economische schokken, in het licht van het eengemaakte monetair beleid en valutabeleid, werden de begrotingsregels vanaf 2005 iets minder streng⁽³⁾. Het Europees institutioneel kader omvatte echter geen stabiliserend instrument – geldschieter in laatste instantie of begrotingsbevoegdheid – op supranationaal vlak.

1.2 De lessen uit de crisis

De mondiale financiële en economische crisis van 2007-2010 heeft het geldende algemene macro-economische beleidskader niet fundamenteel ter discussie gesteld. Met name de hoofddoelstelling van prijsstabiliteit voor het monetair beleid en de onafhankelijkheid van de centrale bank worden vandaag niet aangevochten. De aandacht voor de houdbaarheids- en stabilisatiedoelstellingen van de overheidsfinanciën is wel toegenomen. De crisis toonde niettemin enkele zwakke punten van het macro-economische referentiekader aan. In het eurogebied bracht ze, meer dan de onvolkomenheden van het Europese begrotingskader, de onvolledige institutionele architectuur van de EMU op het gebied van toezicht en bijstand aan het licht (De Grauwe, 2013 en Buti, 2016).

Tekortkomingen van het macro-economische referentiekader

Ten eerste is uit de crisis gebleken dat prijsstabiliteit een noodzakelijke, maar niet afdoende voorwaarde was voor financiële stabiliteit. De grotere macro-economische stabiliteit tijdens de ‘Great Moderation’ heeft niet verhinderd dat er financiële onevenwichtigheden ontstonden: financiële zeepbellen en vastgoedzeepbellen, overmatige schuldenlast van de huishoudens en de financiële ondernemingen, enz. Doordat ze een neerwaartse druk uitoefende op de rente, kan ze de toegenomen instabiliteit zelfs in de hand hebben gewerkt, door de voorwaarden voor een meer risicovol gedrag te scheppen (Boeckx en Cordemans, 2017). De ‘Grote Recessie’ heeft eveneens de gevolgen getoond die financiële instabiliteit kan hebben voor de monetairbeleidstransmissie en de reële economie.

In dat verband werd overduidelijk dat het nodig is een macroprudentieel beleid te voeren dat toeziet op de

(1) Het nominaal financieringstekort van de overheid mag niet meer dan 3 % bbp bedragen, tenzij het tekort aanzienlijk en voortdurend afgenomen is en een niveau bereikt dat de referentiewaarde benadert of tenzij de overschrijding slechts uitzonderlijk en tijdelijk is en het tekort dicht bij de referentiewaarde ligt. De uitstaande schuld van de overheid mag niet groter zijn dan 60 % bbp of moet, indien dat toch het geval is, die referentiewaarde in een bevredigend tempo benaderen.

(2) Met name de opwaartse effecten op de rente en de inflatie van het eurogebied als geheel die zouden worden teweeggebracht door een al te expansief begrotingsbeleid. In een monetaire unie is de prikkel om een expansief begrotingsbeleid te voeren, des te sterker omdat de centrale bank haar monetairbeleidsbeslissingen neemt op basis van de gemiddelde inflatie. Een land dat geen deugdelijk begrotingsbeleid voert, kan aldus potentieel profijt trekken van een lagere reële rente om zijn groei op korte termijn te stimuleren (Boeckx en Deroose, 2016).

(3) De voorwaarden van het SGP werden over het geheel genomen versoepeld. De klemtoon werd gelegd op een versteviging van de economische grondslagen en de flexibiliteit van het pact. Die hervorming wijzigde zowel het preventieve als het corrigerende gedeelte. De belangrijkste wijziging in het preventieve gedeelte van het pact betrof de definitie van de doelstelling op middellange termijn, namelijk een begroting die vrijwel in evenwicht is of een overschot vertoont. Die doelstelling werd voortaan uitgedrukt in structurele termen, dat wil zeggen gezuiverd voor conjunctuurinvloeden en niet-recurrente factoren. Wat de corrigerende procedures van het pact betreft, werd de definitie van de uitzonderlijke omstandigheden waarin een tekort van meer dan 3 % bbp niet als buitensporig wordt beschouwd, sterk versoepeld.

stabiliteit van het financiële stelsel als geheel, onder meer door de accumulatie van financiële risico's te voorkomen. Tal van landen hebben institutionele regelingen getroffen en instrumenten in die zin aangenomen. De vraag of de risico's voor de financiële stabiliteit in aanmerking dienen te worden genomen bij de monetairbeleidsvoering, werd trouwens opnieuw besproken, zonder dat de knoop werd doorgehakt (zie bijvoorbeeld IMF, 2015).

Ten tweede heeft de crisis herinnerd aan de cruciale rol van de centrale banken als geldschieter in laatste instantie bij een opdrogende liquiditeit op de markten. Met name heeft ze ten volle duidelijk gemaakt dat de begrotingsautoriteiten in de soevereine economieën op monetair vlak een impliciete waarborg genieten. Dat het Eurosysteem geen rol van geldschieter in laatste instantie vervult tegenover de overheden van het eurogebied, wordt immers beschouwd als een sleutelement dat de overheidsschuldencrisis verscherpt (Draghi, 2014).

Ten derde toonde de crisis de grenzen van het conventioneel monetair beleid, dat gebaseerd is op de aanpassing van de beleidsrente. Enerzijds heeft ze, om de financiële intermediatie en een goede monetairbeleidstransmissie te handhaven, de centrale banken ertoe aangespoord de samenstelling van hun balans te wijzigen, een beleid dat 'kwalitatieve' versoepeling wordt genoemd. Anderzijds heeft ze de centrale banken ertoe gebracht, teneinde het monetair beleid verder te versoepelen, 'forward guidance' te geven over de toekomstige ontwikkeling van het monetair beleid. Ze heeft er hen eveneens toe aangezet massaal weinig risicovol geachte activa aan te kopen – een beleid van zogenoemde 'kwantitatieve' versoepeling (zie bijvoorbeeld Cordemans *et al.*, 2016).

Ten vierde is uit de crisis gebleken dat het begrotingsbeleid een stabiliserende rol vervult bij een liquiditeitsval⁽¹⁾. Dat was vooral zo in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, terwijl het begrotingsbeleid in het eurogebied sterker werd beperkt door de overheidsschuldencrisis (zie hieronder). De intensiteit van de recessie, de duur ervan en de grenzen van het monetair beleid rechtvaardigden dat in een aantal landen een expansief discretionair begrotingsbeleid werd gevoerd. Bovendien

werd erkend dat de begrotingsmultiplicator hoger – en soms groter dan 1 – is wanneer de beleidsrentetarieven hun bodempeil bereiken. In dat geval komt een stijging van de overheidsuitgaven tot uiting in een meer dan proportionele toename van de productie in de economie. De crisis heeft aldus bevestigd dat het belangrijk is over budgettaire speelruimte te beschikken om te kunnen reageren op een negatieve schok, wat betekent dat de schuld moet worden verlaagd wanneer de conjunctuur gunstig is.

Ten slotte heeft de crisis de mogelijke wisselwerkingen tussen beide pijlers van het macro-economisch beleid geïllustreerd. Tijdens een recessie draagt het monetair beleid bij tot de houdbaarheid van de overheidsfinanciën via een versoepeling van de financieringsvoorwaarden in de economie en via de programma's voor de aankoop van activa, die doorgaans gericht zijn op overheidspapier. Het bevordert aldus een herstel van de begroting en het invoeren van structurele hervormingen. Het begrotingsbeleid draagt dan weer bij tot de prijsstabiliteit omdat het de geaggregeerde vraag ondersteunt. Bovendien dragen de overheidsinvesteringen, gekoppeld aan structurele hervormingen, bij tot de potentiële groei en zorgen ze voor een grotere efficiëntie van het monetair beleid doordat ze de reële evenwichtsrente ondersteunen⁽²⁾.

Constructiefouten van het eurogebied

Het lidmaatschap van een monetaire unie vergt mogelijk een groter begrotingsactivisme om de nationale economie te stabiliseren bij een idiosyncratische schok. De overheidsschuldencrisis die het eurogebied tussen begin 2010 en eind 2012 heeft getroffen, bracht evenwel de beperkingen aan het licht die het behoren tot een monetaire unie teweegbrengt voor het stabiliserende vermogen van het nationale begrotingsbeleid. De lidstaten van het eurogebied gaan schulden aan in een valuta waarover ze geen controle uitoefenen: het verbod op monetaire financiering door het Eurosysteem en de 'no bail-out'-clausule maken hen volledig afhankelijk van de financiële markten en van de daarop geldende discipline om er zich te financieren. De markten kunnen zich echter volatiel en irrationeel gedragen, waarbij ze ontkoppeld zijn van de macro-economische fundamentals. Tegen die achtergrond zijn de lidstaten van het eurogebied bijzonder kwetsbaar voor liquiditeitscrisisen, die gemakkelijk kunnen omslaan in solvabiliteitscrisisen.

Onder druk van de markten en bij ontstentenis van adequate institutionele ondersteunende structuren in het eurogebied, zagen enkele zwaar door de crisis getroffen landen zich verplicht een – uit macro-economisch oogpunt – buitensporig restrictieve en procyclische

(1) Voor sommigen (Feldstein, 2016) verdient het zelfs de voorkeur een ernstige crisis aan te pakken via het begrotingsbeleid in plaats van met het monetair beleid. Het begrotingsbeleid zou immers niet gepaard gaan met de risico's voor de financiële stabiliteit die bepaalde 'niet-conventionele' monetairbeleidsmaatregelen inhouden. Omdat ze de risicovrije lange rente drukken, zouden de programma's voor de aankoop van activa bijvoorbeeld het zoeken naar rendement in de hand werken en zouden ze de rentabiliteit van de banken negatief beïnvloeden door de intermediatiemarges te doen krimpen.

(2) De reële evenwichtsrente is de rente die zou gelden in een omgeving van evenwichtsproductie – dat wil zeggen wanneer de productie overeenstemt met haar potentieel niveau – en die verenigbaar is met prijsstabiliteit. Die theoretische rente is niet constant in de tijd en verandert onder meer op grond van reële factoren die a priori exogeen zijn aan het monetair beleid, bijvoorbeeld de productiviteit van de economie. De monetairbeleidskoers wordt gemeten aan de hand van het verschil tussen de reële, dat wil zeggen voor de inflatie aangepaste beleidsrentes, en de reële evenwichtsrente (Boeckx *et al.*, 2013).

begrotingskoers te volgen (Orphanides, 2017). In de macro-economische beleidsmix bleef derhalve vooral het gemeenschappelijk monetair beleid doorwegen, dat zelf werd geconfronteerd met de ondergrens van de beleidsrente (Cordemans *et al.* 2016). Die onevenwichtigheid bleek suboptimaal, zowel voor de lidstaten als voor het eurogebied als geheel. Voor De Grauwe (2013) heeft de monetaire unie zoals deze werd ontworpen, de idiosyncratische schokken wellicht versterkt.

De overheidsschuldencrisis vestigde ook de aandacht op de rampzalige gevolgen die kunnen voortvloeien uit de problemen van het bankwezen, wegens het gewicht hiervan in de financiering van de economie van het eurogebied en de nauwe banden van de banken met de overheidssector. De negatieve wisselwerkingen tussen de binnenlandse banksector en overheid hebben geleid tot een segmentatie van de financiële markten langs de nationale grenzen en hebben de monetairbeleidstransmissie ernstig verstoord in de zwaarst getroffen landen. De crisis in het eurogebied illustreerde aldus de impliciete financiële schuld die verbonden is aan de cruciale rol van de overheid in de redding van de banken⁽¹⁾.

De crisis van het eurogebied heeft ten slotte onderstreept dat het nodig is nauwer toe te zien op de macro-economische en financiële onevenwichtigheden, zoals de vastgoed- en kredietzeepbellen die ten grondslag lagen aan de tegenslagen van de banksector in verscheidene landen.

De reactie van de overheid

Diverse maatregelen bleken cruciaal om de tekortkomingen van het eurogebied en hun schadelijke gevolgen op macro-economisch vlak op te vangen.

Ten eerste werd besloten het macro-economisch toezicht op en de coördinatie van het economisch en budgetair beleid in de EU te versterken: een herziening van de regels van het Stabiliteits- en groeipact (SGP)⁽²⁾, een uitbreiding

van het toezicht op de onevenwichtigheden naar andere macro-economische indicatoren dan de overheidsfinanciën, de invoering van het 'Europees Semester'⁽³⁾ en van het Verdrag inzake stabiliteit, coördinatie en bestuur (VSCB)⁽⁴⁾, enz.

Ten tweede werden Europese 'firewalls' ingevoerd: de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS), het Europees financieel stabilisatiemechanisme (EFSM) en vervolgens het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM). Het laatstgenoemde mechanisme, dat in 2012 de beide andere verving, gaf aanleiding tot de oprichting van een internationale financiële instelling die op de financiële markten middelen kan aantrekken waardoor de totale capaciteit voor noodfinanciering werd gebracht op € 700 miljard. Dat kan, op strikte voorwaarden, worden aangewend om lidstaten in moeilijkheden te helpen en kan eveneens bijdragen tot de redding van banken. Hoewel de lidstaten waaraan bijstand wordt verleend, hun begroting versneld dienden aan te passen, zouden deze aanpassingen zonder die steun nog pijnlijker zijn geweest (Bénassy-Quéré *et al.*, 2016).

Ten derde vervulde het Eurosysteem een rol van geldschietter in laatste instantie voor de regeringen van het eurogebied. De Raad van Bestuur kondigde in de zomer van 2012 outright monetaire transacties (OMT) aan en verbond zich ertoe via deze transacties, op bepaalde voorwaarden, onbeperkte hoeveelheden overheidsobligaties te kopen om te reageren op de forse en snelle verslechtering van de financieringsvoorwaarden voor verscheidene lidstaten. Die financieringsproblemen werden niet gerechtvaardigd door de onderliggende macro-economische en financiële fundamentals; ze konden een land ertoe dwingen het eurogebied te verlaten en bedreigden zelfs het bestaan hiervan.

Ten vierde werd in 2012 besloten een bankenunie op te zetten om de negatieve spiraal tussen de nationale banksector en overheid te verbreken. Die bankenunie omvat op dit ogenblik twee elementen: een gemeenschappelijk toezichtsmechanisme (SSM) en een gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme (SRM). Het SSM ziet op uniforme wijze toe op de grootste banken van het eurogebied en dit rechtstreeks op Europees vlak. De doelstelling van het SRM bestaat erin falende banken af te wikkelen op een ordelijke wijze en met minimale kosten voor de belastingbetaler⁽⁵⁾ en voor de reële economie. Een derde essentieel element, het Europees depositogarantiestelsel (EDIS), is nog niet opgericht. Hoewel de regels werden geharmoniseerd en ondanks argumenten voor een gemeenschappelijk stelsel, blijft risicodeling een uiterst gevoelige kwestie. Om diezelfde reden beschikt het afwikkelingsfonds dat banken in moeilijkheden moet

(1) Aan de vooravond van de crisis werd de schuldgraad van verscheidene lidstaten die het meest onderhevig waren aan spanningen, niet problematisch geacht. In 2008 hadden Spanje en Ierland aldus een schuld in procenten bbp van ongeveer 40%. De tegenslagen van hun respectieve banksector hebben de overheidsrekeningen echter snel verzwakt.

(2) Gedurende de periode 2011-2013 werden er een aantal hervormingen (sixpack, twopack, begrotingspact) goedgekeurd die het Europees begrotingskader uitgebreider en strenger maakten. In 2015 werd het begrotingskader daarentegen minder streng gemaakt door bij het bepalen van de vereiste inspanning in het preventief gedeelte van het SGP rekening te houden met de economische omstandigheden. Zie Melyn W. *et al.* (2015) voor een uitgebreide beschrijving van deze hervormingen.

(3) Jaarlijkse cyclus voor de follow-up van en het toezicht op het economisch beleid van de Europese Unie en haar lidstaten.

(4) Het VSCB (en in dat verdrag het begrotingspact) is een intergouvernementele overeenkomst tussen 25 EU-lidstaten, die strikte regels bevat inzake convergentie. Het versterkt de tenuitvoerlegging van het SGP en verhoogt het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid.

(5) In de nieuwe afwikkelingsprocedures van de EU wordt aldus veel belang gehecht aan interne versterking (bail-in), met andere woorden aan de financiële betrokkenheid van de crediteuren bij de redding van de banken.

bijspelingen, niet over een supranationaal budgettair vangnet.

Ten slotte heeft de Europese Commissie, met het meer algemene oogmerk om de weerbaarheid van het Europese financiële stelsel te vergroten, het voornemen opgevat om tegen 2019 een kapitaalmarktenunie tot stand te brengen. Die integratie van de kapitaalmarkten zou de grensoverschrijdende risicodeling in de private sector moeten bevorderen en zou, tegelijkertijd, ertoe bijdragen de financierings- en investeringsmogelijkheden voor respectievelijk de kredietnemers en de spaarders te versterken.

Die elementen hielpen vanaf de zomer 2012 gaandeweg een einde maken aan de overheidsschuldencrisis. Ze zorgden ook voor geleidelijker aanpassingen van het begrotingsbeleid en bevorderden het in 2013 begonnen economische herstel. Hoewel de crisis vandaag is weggeëbd, dient te worden nagegaan of de maatregelen die werden genomen om crisissen te voorkomen en toekomstige schokken op te vangen, toereikend zijn.

Ondanks zijn grotere flexibiliteit, wordt in het SGP nog altijd de nadruk gelegd op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en blijft dat pact asymmetrisch: de landen die de doelstellingen overtreffen, mogen maar moeten niet hun economie stimuleren, en de druk van de aanpassingen berust derhalve altijd op de deficitlanden. De nadruk ligt bovendien op een strikt nationale aanpak, zodat het begrotingsbeleid voor de monetaire unie als geheel eenvoudigweg overeenstemt met de som van de nationale beleidsmaatregelen. Voor sommigen (zie bv. De Grauwe, 2013) veroorzaakt die situatie een deflatoire vertekening voor het eurogebied als geheel.

Velen zijn het erover eens dat een optimale macro-economische stabilisatie – op nationaal en geaggregeerd niveau – een gemeenschappelijke budgettaire slagkracht zou vergen. Een nauwere politieke integratie en een budgettaire integratie worden gezien als borg voor de stabiliteit en het voortbestaan van de monetaire unie. Het vooruitzicht op een versterkte unie roept echter belangrijke vragen op inzake democratische legitimiteit, en een aanzienlijke overdracht van begrotingsbevoegdheid naar het Europees niveau blijft in de huidige omstandigheden illusoir.

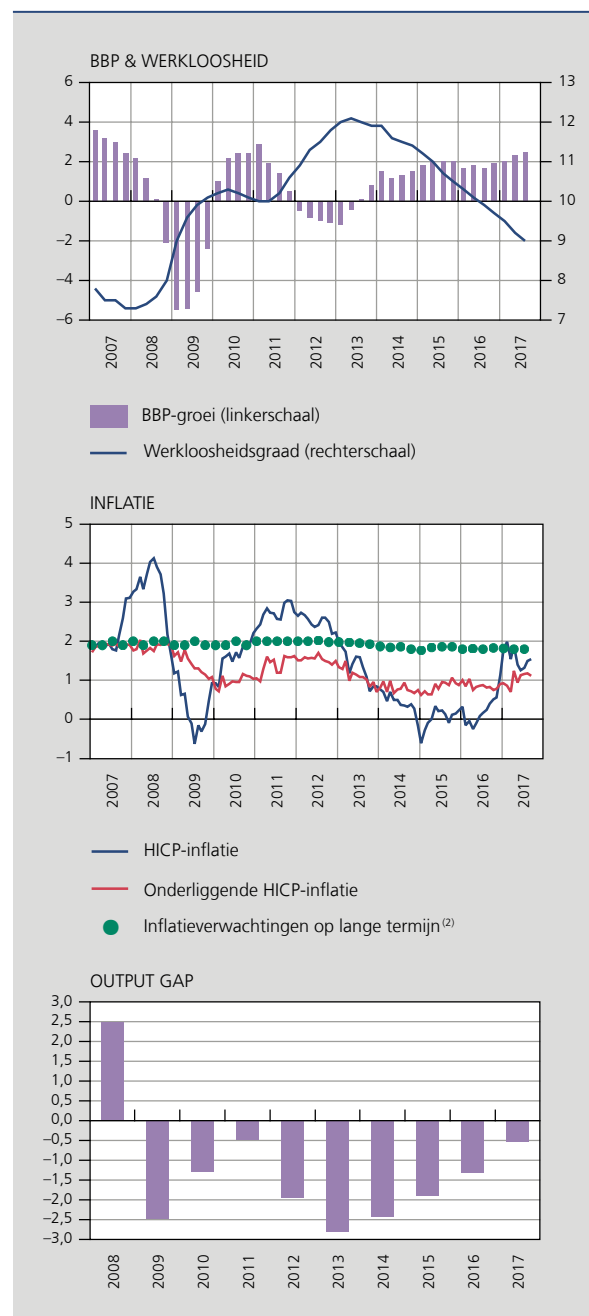
2. Huidige macro-economische situatie

Sinds eind 2012 ving een economische opleving in het eurogebied aan, toen de financiële spanningen die samenhangen met de overheidsschuldencrisis, duidelijk bedaarden. Tegelijkertijd met de toename van het bbp liep de werkloosheidsgraad aanzienlijk terug, ondanks

een stijging van de arbeidmarktparticipatie. De werkloosheidsgraad bleef echter hoger dan vóór de crisis. De negatieve output gap nam geleidelijk af en zou in de loop van 2018 moeten zijn weggewerkt.

In 2017 versnelde en breidde de economische groei zich algemeen uit in de verschillende landen en bedrijfstakken.

GRAFIEK 2 MATIGE GROEI BIJ EEN GERINGE INFLATIE IN HET EUROGEBIED



Bronnen: EC, ECB.
 (1) Inflatie ongerekend energie en levensmiddelen.
 (2) Verwachtingen op 5 jaar uit de ECB-enquête bij de professionele voorspellers.

De groei werd vooral gedragen door de binnenlandse vraag. De particuliere consumptie profiteerde van de aantrekkende werkgelegenheid en van een stijging van het nettovermogen van de huishoudens. De gunstige financieringsvoorwaarden en een betere toegang tot krediet ondersteunden de investeringen, die ook profijt trokken van een hogere rentabiliteit. Het mondiale herstel wakkerde dan weer de uitvoer aan en compenseerde de effecten van een appreciatie van de euro.

Terzelfder tijd verdween het deflatierisico en nam de inflatie geleidelijk toe. Nadat de inflatie rond medio 2014 een dieptepunt had bereikt, als gevolg van de daling van de energie- en grondstoffenprijzen, kwam ze iets dichterbij de buurt van de doelstelling van het Eurosysteem, waarbij ze rond 1,5% schommelde. De onderliggende dynamiek van de inflatie was echter nog altijd zwak en het vooruitzicht om te voldoen aan een inflatiegraad van minder dan, maar dicht bij 2% op middellange termijn, bleef veraf. Hoewel de loongroei toeneemt, is deze nog steeds gering.

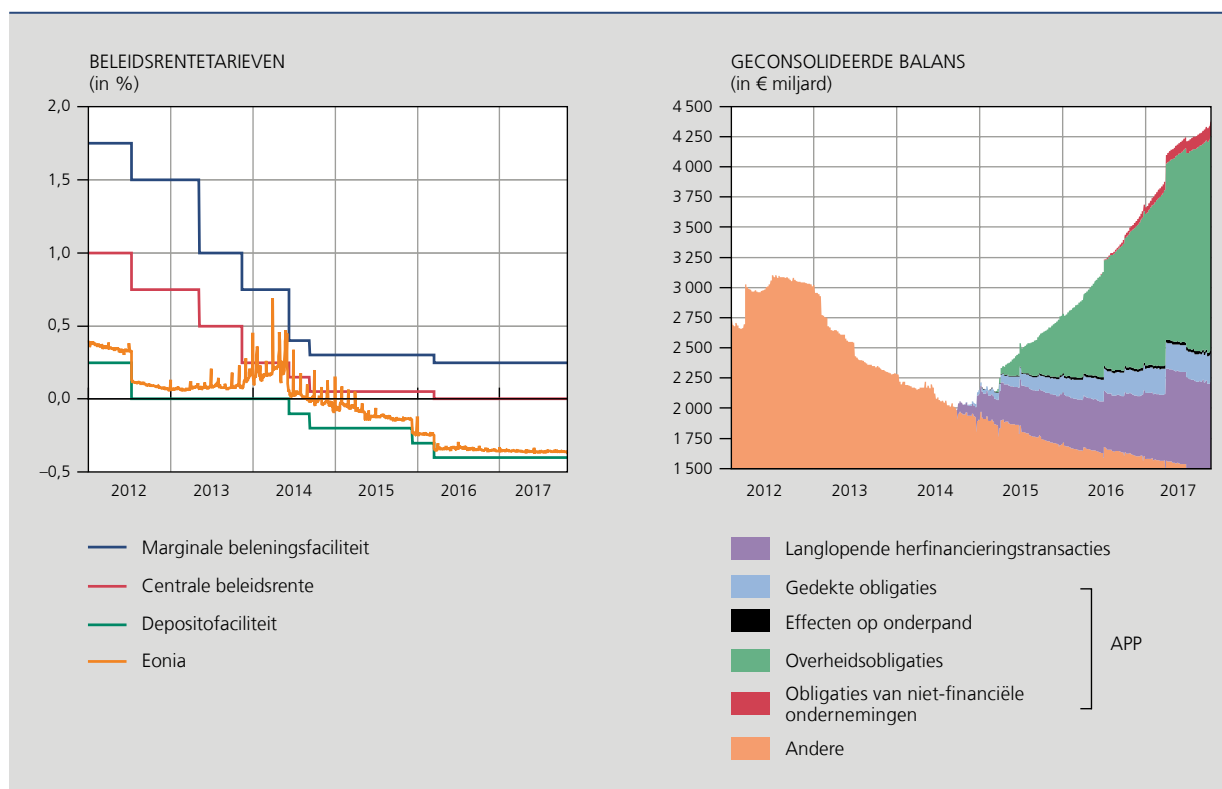
Het hardnekkig lage inflatiepeil lijkt zowel een onbenut productievermogen te weerspiegelen als de matige loonstijging en de grotere intrinsieke inflatiepersistentie.

De inflatie zou aldus langzamer naar haar doelstelling convergeren omdat de subjecten meer geneigd zouden zijn de waargenomen inflatie in hun verwachtingen op te nemen. Volgens de in september 2017 voorgestelde macro-economische projecties van het Eurosysteem zou de inflatie van het eurogebied ten minste tot eind 2019 onder haar doelstelling blijven.

3. Het monetair beleid van het Eurosysteem

Het Eurosysteem voert een accommoderend monetair beleid dat erop gericht is zeer gunstige financieringsvoorwaarden te handhaven. Haar beleidsrentetarieven staan op een bodempeil en een belangrijk programma voor de aankoop van activa is in uitvoering. De Raad van Bestuur verwacht dat 'de basisrentetarieven voor langere tijd, en ruim voorbij de periode van de netto activa-aankopen, op het huidige niveau zullen blijven'. Bovendien zullen de basisherfinancieringstransacties en de langerlopende herfinancieringstransacties nog op zijn minst tot eind 2019 worden uitgevoerd in de vorm van vasterentetenders met volledige toewijzing.

GRAFIEK 3 MONETAIR BELEID VAN HET EUROSISTEEM



Bron: ECB.

Tegen de achtergrond van een steeds steviger en veralgemeende economische groei, en gelet op een toenemend vertrouwen in de geleidelijke convergentie van de inflatie naar haar doelstelling, werd de afgelopen maanden echter geleidelijk het monetair beleid van het Eurosysteem aangepast.

Sinds juni 2017 heeft de Raad van Bestuur aldus in zijn persberichten elke verwijzing naar een eventuele verlaging van de beleidsrentes achterwege gelaten. Bovendien kondigde de Raad in oktober jongstleden aan dat de maandelijkse aankopen van activa, nadat deze in april 2017 waren teruggebracht van € 80 tot € 60 miljard, vanaf

Kader 1 – Welk monetair beleid in een lagerenteomgeving met een geringe inflatie? ⁽¹⁾

Een omgeving met een lage rente en geringe inflatie houdt gevaar in voor de financiële stabiliteit, omdat ze aanzet tot het nemen van risico's. Bovendien verhoogt ze de kans dat het conventioneel monetair beleid op zijn grenzen stuit bij een negatieve schok. Dat geldt met name bij een seculaire daling van de reële evenwichtsrente, die onder meer wijst op een daling van de productiviteitsgroei, een toename van de besparingen en de ongelijkheid, en een vergrijzing van de bevolking.

Derhalve rijst de vraag welke aanpassingen van het monetair beleid mogelijk of zelfs wenselijk zijn, om de beperkingen van dat beleid te verhelpen en het stabiliserende vermogen ervan te handhaven.

- Een van de mogelijkheden in een dergelijke omgeving bestaat erin vaker gebruik te maken van bepaalde niet-conventionele monetairbeleidsinstrumenten. De aankopen van activa zouden bijvoorbeeld de signalen voor de monetairbeleidskoers kunnen verbeteren en zorgen voor een nauwkeuriger sturing van de rendementscurve volgens de beoogde looptijden. Ze zijn echter niet vrij van risico's voor de financiële stabiliteit. Zeer waarschijnlijk zal ook vaker en zelfs herhaaldelijk een beroep worden gedaan op forward guidance.

Algemeen beschouwd zouden de centrale banken zich omvangrijkere balansen dan voorheen kunnen veroorloven, om de banken een grotere flexibiliteit inzake kredietverlening te bieden en een uitgebreid aanbod van veilige en liquide activa te handhaven. Ongeacht de omvang van het liquiditeitsoverschot moet een aanpassing van de rentevergoeding op deposito's – of op andere liquiditeitsabsorberende instrumenten – het mogelijk maken de geldmarktrente te blijven sturen ingeval de belangrijkste beleidsrente wordt verhoogd.

- Een omstreden mogelijkheid is de verhoging van de inflatiedoelstelling van de centrale bank, bijvoorbeeld van 2 tot 4 % (Blanchard, 2010). Die verhoging zou de monetaire autoriteiten meer manoeuvreerruimte geven om de reële rente te drukken bij een negatieve schok, maar zou ook de moeizaam verworven geloofwaardigheid van de centrale banken aantasten. Ze dreigt bovendien te leiden tot een sociaal buitensporige inflatiegraad in normale tijden.
- Een laatste te overwegen beleidsmogelijkheid bestaat erin over te stappen van een strategie van inflation targeting naar een doelstelling voor het prijspeil, of zelfs een 'groeipad' voor het nominaal bbp na te streven. Bij de eerste keuze zouden de monetaire autoriteiten de tijdens de periodes met een te lage inflatie opgelopen achterstand moeten 'inhalen' door vervolgens een overschrijding van de doelstelling toe te staan – om aldus een gemiddeld verloop van de feitelijke inflatie van 2 % te waarborgen. Indien ze geloofwaardig is, moet een dergelijke strategie in theorie leiden tot een steviger verankering van de inflatieverwachtingen. Net als de verhoging van de inflatiedoelstelling brengt ze echter ook de geloofwaardigheid in het gedrang. Zal de centrale bank met name, nadat de inflatie sterker was toegenomen dan de doelstelling, een lagere inflatie toestaan, met het gevaar de economie in een deflatie te storten? De strategie om een doelstelling voor de bbp-groei na te streven, lijkt dan weer zeer moeilijk uit te voeren, onder meer wegens de vertraging waarmee de gegevens van de nationale rekeningen beschikbaar worden en de talrijke herzieningen ervan.

(1) Voor meer informatie, zie bijvoorbeeld De Backer en Wauters (2017).

januari 2018 zouden worden verlaagd tot € 30 miljard. De aankopen zouden echter voortgang blijven vinden 'tot eind september 2018 of langer indien nodig, en in elk geval tot de Raad van Bestuur een duurzame verandering ziet in het beloop van de inflatie die in overeenstemming is met zijn doelstelling'. De Raad behoudt zich trouwens het recht voor om de omvang van het programma voor de aankoop van activa te verhogen en/of de duur ervan te verlengen indien de economische vooruitzichten minder gunstig zouden worden, of indien de financiële voorwaarden niet zouden bewegen in de richting van een duurzame aanpassing van de inflatie.

4. Welk begrotingbeleid is optimaal?

4.1 Concept van optimale overheidsfinanciën

Een van de doelstellingen van het begrotingsbeleid uit macro-economisch oogpunt is bij te dragen aan het stabiliseren van de conjunctuurcyclus. Dat moet gebeuren onder voorwaarde dat de overheidsfinanciën op lange termijn houdbaar blijven. Beide doelstellingen – stabilisatie en houdbaarheid – worden hieronder nader toegelicht. Er wordt tevens ingegaan op de rol van de rentelasten en de overheidsinvesteringen.

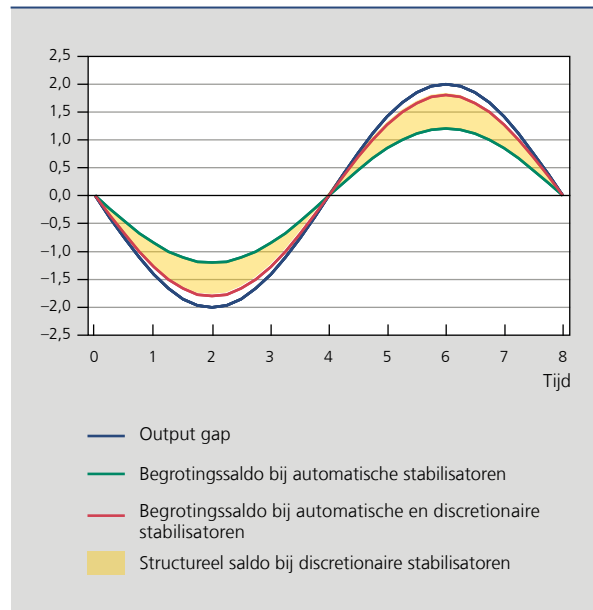
4.1.1 Anticyclisch begrotingsbeleid

Het begrotingsbeleid kan de conjunctuurcyclus stabiliseren door, in periodes dat de economische bedrijvigheid vertraagt, de vraag te stimuleren door het begrotingssaldo te laten verslechteren en, in periodes dat de economische bedrijvigheid aantrekt, de vraag af te remmen door het begrotingssaldo te laten verbeteren.

De beste beschikbare maatstaf van de conjunctuurcyclus is de output gap. Dat is, zoals reeds vermeld, het verschil tussen het gerealiseerde of verwachte bbp en het potentiële bbp. Het inschatten van het potentiële bbp, en derhalve van de output gap, gaat met veel onzekerheid gepaard, wat blijkt uit de soms aanzienlijke ex post herzieningen. De herzieningen van de wijziging in de output gap zijn weliswaar beperkter dan die van het niveau ervan.

Een anticyclisch begrotingsbeleid zwakt bijgevolg de economische conjunctuurcyclus af door een restrictief begrotingsbeleid te voeren wanneer de output gap positiever wordt (als het bbp sneller groeit dan zijn potentieel) en door een expansief begrotingsbeleid te voeren wanneer de output gap negatiever wordt (als het bbp trager groeit dan zijn potentieel).

GRAFIEK 4 ANTICYCLISCH BEGROTINGSBELEID
(in % bbp)



De zogeheten automatische stabilisatoren zijn alleszins geschikte instrumenten om de conjunctuurcyclus te stabiliseren, om de reeds vermelde redenen. Ze worden als 'automatisch' bestempeld omdat ze geen beslissing van de overheid vergen. Het betreft bijvoorbeeld belastingontvangsten die dalen en werkloosheidsuitkeringen die stijgen wanneer de economische bedrijvigheid vertraagt. In het Europees begrotingskader werd stabilisatie aan de hand van automatische stabilisatoren steeds toegestaan.

De automatische stabilisatoren kunnen echter worden aangevuld met discretionair anticyclisch beleid. Dat vereist wel een beleidsbeslissing, bijvoorbeeld het verhogen van de overheidsconsumptie- en investeringen of andere uitgaven of het verlagen van de belastingen wanneer de economische vraag verzwakt.

De mate waarin het begrotingsbeleid de conjunctuurcyclus kan beïnvloeden, wordt weergegeven door de begrotingsmultiplicator. Deze laatste ligt hoger in periodes van recessie en wanneer het monetair beleid slechts in beperkte mate accommoderend kan zijn zoals onder de reeds beschreven liquiditeitsval. Bovendien is aangetoond dat een sterke negatieve vraagschok een permanent effect kan hebben op de economische bedrijvigheid, onder meer omdat initieel conjuncturele werkloosheid deels structureel van aard kan worden (dat is het zogenoemde hysteresiseffect). Deze elementen versterken de vraag naar een discretionair stabiliserend beleid in geval van sterke economische vertraging.

Om duurzaam te zijn, moet het anticyclisch begrotingsbeleid symmetrisch zijn. Dit houdt in dat tijdens periodes van een positieve output gap buffers moeten worden aangelegd om de stimulans in geval van een periode van negatieve output gap te kunnen financieren.

4.1.2 Houdbare overheidsfinanciën

Optimaal begrotingsbeleid impliceert ook dat de overheidsfinanciën houdbaar blijven. Dit wil zeggen dat de overheid solvabel blijft en haar huidige schuldverplichtingen zal kunnen nakomen. Formeel heet het dat aan de intertemporele begrotingsbeperking moet worden voldaan, wat betekent dat de waarde van de overheids-schuld gelijk is aan de huidige waarde van de toekomstige primaire overschotten. De houdbaarheid van de overheidsfinanciën wordt aldus bepaald door de in het verleden aangegane verplichtingen (de huidige schuldgraad) en door de verwachte toekomstige verplichtingen (rekening houdend met de vergrijzingskosten), alsook door de economische groei.

Terwijl de stabilisatiedoelstelling betrekking heeft op de korte termijn, is de houdbaarheid van de overheidsfinanciën een zorg op langere termijn. De houdbaarheidsdoelstelling

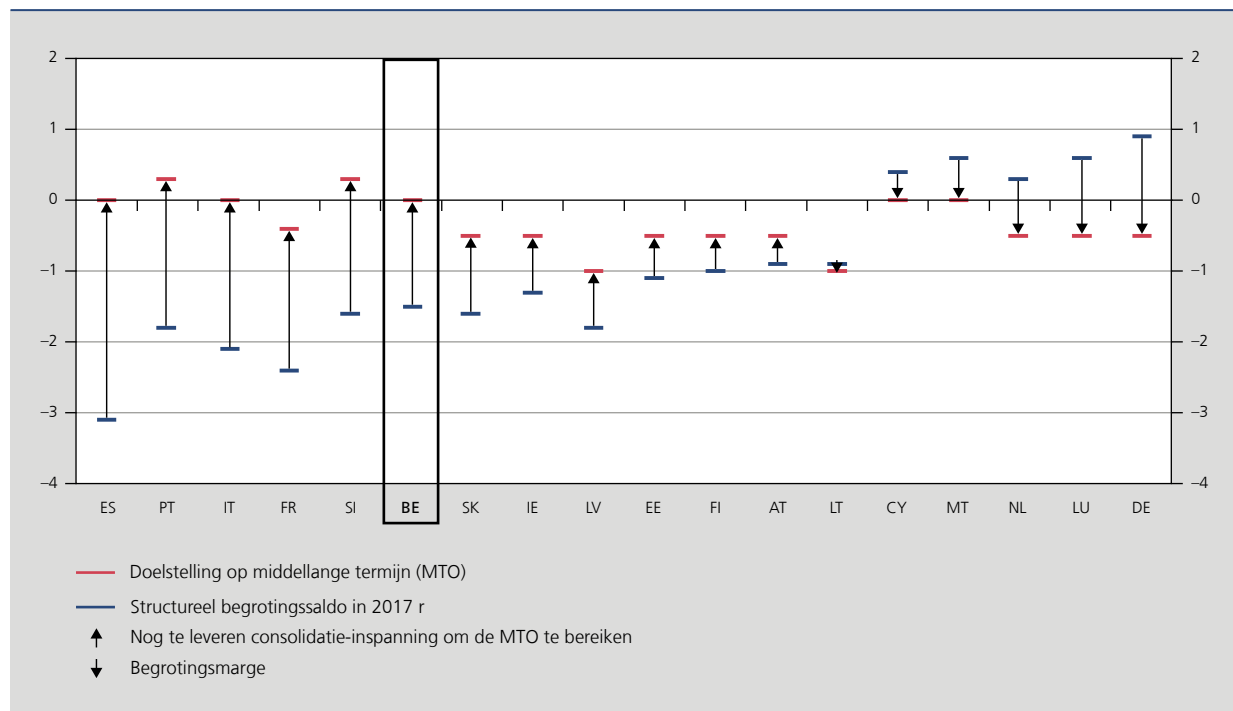
moet dan ook gemiddeld over een volledige cyclus worden bereikt, maar ze mag niet verhinderen dat de overheidsfinanciën er tijdelijk op achteruitgaan als de conjunctuur verslechtert.

Voorts is de houdbaarheidsdoelstelling, in tegenstelling tot de stabilisatiedoelstelling, niet symmetrisch. Bij een te sterke afwijking van de houdbaarheidsdoelstelling verdient begrotingsconsolidatie aanbeveling, maar een land kan op basis van de houdbaarheidsdoelstelling nooit te veel consolideren.

De nood aan begrotingsconsolidatie kan in bepaalde omstandigheden in strijd zijn met de stabilisatiedoelstelling, meer bepaald in periodes van economische vertraging.

In het Europees begrotingskader wordt door de EC per land een minimale budgettaire middellangetermijndoelstelling (de minimale MTO) berekend die, indien ze wordt gehaald, de houdbaarheid van de overheidsfinanciën moet garanderen. De minimale MTO wordt uitgedrukt in termen van een na te streven structureel begrotingssaldo, wat inhoudt dat schommelingen in het begrotingssaldo ten gevolge van automatische stabilisatoren toegestaan zijn. Bij de becijfering ervan houdt de Commissie rekening met

GRAFIEK 5 DE HOUDBAARHEID VAN DE OVERHEIDSFINANCIËN VEREIST IN SOMMIGE LANDEN VERDERE BEGROTINGSCONSOLIDATIE⁽¹⁾
(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

(1) Voor Griekenland werd er nog geen nieuwe MTO bepaald aangezien dit een land is met een steunprogramma.

de begrotingsinspanning die nodig is om voor landen met een schuldgraad van meer dan 60 % bbp de schuld terug te brengen tot 60 % bbp; met het begrotingssaldo dat nodig is om de schuldgraad op 60 % bbp te stabiliseren; en met een vooruitfinanciering van een derde van de tegen 2060 verwachte vergrijzingskosten. Het begrotingspact (Fiscal Compact) bepaalt voorts dat de minimale MTO naar onderen toe wordt begrensd tot -1 % bbp voor de eurolanden met een schuldgraad van minder dan 60 % bbp en -0,5 % bbp voor de landen met een schuldgraad van meer dan 60 % bbp. Het staat de lidstaten echter vrij om zichzelf een strengere MTO op te leggen dan het minimum dat door de EC wordt voorgesteld. Zo bedraagt de minimale MTO voor België -0,5 % bbp, maar de federale regering streeft in haar stabiliteitsprogramma naar een structureel evenwicht.

De houdbaarheidssituatie verschilt sterk tussen de landen van het eurogebied. Om de houdbaarheid te vrijwaren, moeten sommige landen hun begrotingssaldo aanzienlijk verbeteren. Dat is het geval in onder meer Spanje, Frankrijk, Portugal, Italië, Slovenië en België. Andere landen – Duitsland, Luxemburg, Malta, Cyprus, Litouwen en Nederland – hebben hun MTO reeds bereikt of overtroffen. Ze beschikken derhalve over een zekere budgettaire marge.

4.1.3 Rol van de rentelasten

Welke rol spelen de rentelasten met betrekking tot overheidsschuld wat de macro-economische doelstellingen van het begrotingsbeleid betreft? Wordt een optimaal begrotingsbeleid het best gedefinieerd in termen van het primair begrotingssaldo, waarbij het verloop van de rentelasten buiten beschouwing wordt gelaten en bewegingen in de rentelasten dus als bonus of malus worden beschouwd? Of verdient het aanbeveling een optimaal begrotingsbeleid te definiëren in termen van het begrotingssaldo, waarbij rekening wordt gehouden met de rentelasten? Om die vraag te beantwoorden, is het zinvol om nader in te gaan op de diverse mogelijke oorzaken van het verloop van de rentelasten.

Het verloop van de rentelasten op de overheidsschuld hangt af van het verloop van de impliciete rente op de schuld en van het verloop van de schuldgraad. Voor een gegeven structuur van de schuld, kan het verloop van de impliciete rente in drie componenten worden uitgesplitst. Eerst een cyclische component als gevolg van het monetair beleid dat rekening houdt met de inflatiedoelstelling en met de economische conjunctuur, waarbij een accommoderend monetair beleid de rente doet dalen. Voorts een structurele component die het gevolg is van structurele factoren zoals demografische ontwikkelingen en productiviteitsgroei, waarbij bijvoorbeeld een lagere potentiële groei de rente doet dalen. En, tot slot, een risicopremie

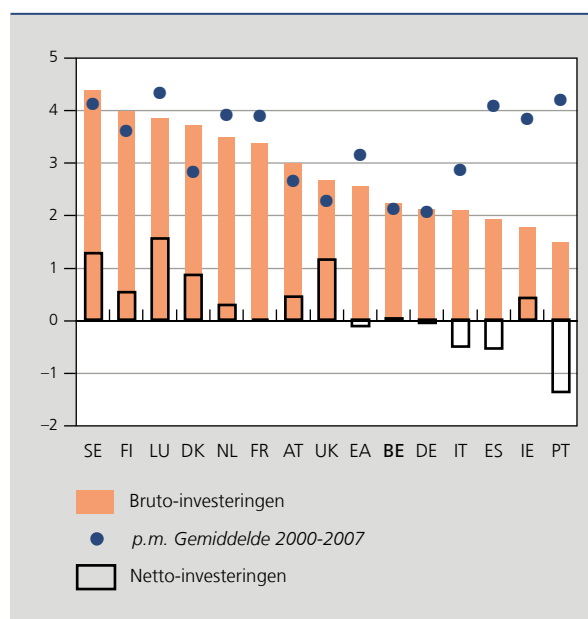
die het resultaat is van het risico op wanbetaling, waarbij een geringer risico op wanbetaling aanleiding geeft tot een rentedaling.

De diverse oorzaken van een rentedaling (-stijging) rechtvaardigen uit macro-economisch oogpunt een soepeler (krapper) begrotingsbeleid. Een accommoderend monetair beleid wordt immers bij voorkeur niet tegengewerkt door een restrictief begrotingsbeleid; een lagere potentiële groei noopt tot productieve overheidsuitgaven; en een geringe schuld of een kleiner risico op wanbetaling creëert marges die mogen worden aangewend. Het is bijgevolg wenselijk een optimaal begrotingsbeleid te definiëren in termen van het begrotingssaldo (met inbegrip van de rentelasten). In de huidige omstandigheden betekent dit dat de rentewinsten kunnen worden benut en niet extra dienen te worden gespaard.

4.1.4 Overheidsinvesteringen

Overheidsinvesteringen en sommige andere overheidsuitgaven hebben een sterk positief effect op de economische bedrijvigheid en op het productiepotentieel van een economie. Het is dan ook raadzaam om die investeringen een impuls te geven, wat in de huidige context van lage rentetarieven en lage potentiële groei hoogst wenselijk is. De overheidsinvesteringen bevinden zich momenteel in tal van landen van het eurogebied echter op een laag peil. Dat is

GRAFIEK 6 DE OVERHEIDSINVESTERINGEN ZIJN OP DIT OGENBLIK IN TAL VAN EUROPESE LANDEN ZEER LAAG (INVESTERINGEN IN VASTE ACTIVA, 2016)



Bron: EC.

onder meer het geval in België en in Duitsland, maar ook Ierland, Portugal en de mediterrane landen, die in moeilijkheden verkeerden naar aanleiding van de financiële en economische crisis, hebben het niveau van hun overheidsinvesteringen fors verlaagd.

Voor zover de overheidsinvesteringen de kapitaalvoorraad van een land doen toenemen – dat is wanneer die

investeringen de afschrijvingen overschrijden – dragen ze wel bij tot de verzwarend van de bruto-overheidsschuld, maar niet van de netto-overheidsschuld. Een toename van de productieve investeringen tast dus niet noodzakelijk de houdbaarheid van de overheidsfinanciën aan. Daarom is het nuttig om bij de evaluatie van de houdbaarheidsdoelstelling het niveau van de netto-overheidsinvesteringen in beschouwing te nemen.

Kader 2 – Regel voor een optimaal begrotingsbeleid

Op basis van de conceptuele overwegingen in verband met het optimale begrotingsbeleid uit macro-economisch oogpunt wordt hier een regel voor een optimaal begrotingsbeleid naar voren geschoven. Die regel verenigt de stabilisatie- en de houdbaarheidsdoelstelling, die niet in alle omstandigheden tot een eenduidig begrotingsadvies leiden. Om de in de tekst vermelde redenen wordt de regel gedefinieerd in termen van het begrotingssaldo, dus inclusief rentelasten.

Wat de houdbaarheidsdoelstelling betreft, wordt ervan uitgegaan dat het begrotingssaldo bij neutrale conjunctuur ten minste gelijk moet zijn aan een houdbaar niveau (*HOUDB*). In de regel stemt dat niveau overeen met het resultaat van de basisformule die de EC hanteert om de minimale MTO te berekenen, maar zonder de extra begrenzings- en afrondingen die de Commissie vervolgens toepast⁽¹⁾. Voor België is dat houdbaar niveau een begrotingstekort van 0,4 % bbp. Dat niveau moet in principe, gemiddeld beschouwd, een volledige conjunctuurcyclus lang worden aangehouden.

Om de conjunctuurcyclus te stabiliseren, stelt de regel dat het begrotingssaldo mag schommelen rond het houdbare niveau op basis van de output gap (*OG*). Bij een negatieve output gap past een lager, en bij een positieve output gap een hoger saldo. De mate van stabilisatie wordt uitgedrukt aan de hand van een stabilisatieparameter α . Het niveau van α hangt af van de mate waarin, naast automatische stabilisatie, ook discretionaire stabilisatie wordt beoogd. Dat niveau is bijgevolg gelijk aan de som van de parameter voor automatische stabilisatie σ en die voor discretionaire stabilisatie δ . De waarde van σ verschilt per land, en is hier gebaseerd op de semi-elasticiteit van het begrotingssaldo ten aanzien van de output gap, berekend door de EC. De keuze van de hoogte van de stabilisatieparameter α is tot op zekere hoogte arbitrair en in de voorgestelde regel wordt deze parameter gelijkgesteld aan één. De waarde van α is voor alle landen identiek. Dit impliceert dat landen met een relatief grote automatische stabilisatie (zoals België met een σ van 0,61) minder discretionaire stabilisatie nodig hebben dan landen met een kleinere automatische stabilisatie.

Samengevat is het optimale begrotingssaldo gelijk aan de optelsom van het houdbare niveau en het product van de stabilisatieparameter α en de output gap. De regel kan zowel worden uitgedrukt in termen van het nominale begrotingssaldo (*BB*) als in termen van het structurele begrotingssaldo (*SB*). Aangezien in het structurele begrotingssaldo de impact van de conjunctuur via de automatische stabilisatoren wordt geneutraliseerd, wordt de stabilisatieparameter in dat geval herleid tot de parameter voor discretionaire stabilisatie ($\delta = \alpha - \sigma$):

$$BB_t^{opt} = HOUDB + \alpha OG_t$$

$$SB_t^{opt} = HOUDB + \delta OG_t$$

(1) Dit wil zeggen dat we enkel rekening houden met de MTO 3 (die rekening houdt met de begrotingsinspanning die vereist is om de schuld terug te brengen tot 60 % bbp, het begrotingssaldo dat nodig is om de schuldgraad te stabiliseren op 60 % bbp, en een vooruitfinanciering met een derde van de verwachte vergrijzingskosten tegen 2060) en niet met de MTO 1 (die een veiligheidsmarge ten opzichte van de 3 %-deficitgrens waarborgt) en de MTO 2 (die een absoluut minimum van respectievelijk -0,5 en -1 % bbp oplegt als de schuld lager of hoger is dan 60 % bbp).



Blijft het begrotingssaldo onder zijn optimale niveau, dan rijst er een houdbaarheidsprobleem. In dat geval moet het begrotingssaldo veranderen richting optimaal niveau. Daarbij moet rekening worden gehouden met de verandering in de output gap aangezien het optimale niveau daarmee samenhangt:

$$\Delta BB_t = \max[0, 5; 1/4 (BB_{t-1}^{opt} - BB_{t-1})] + \alpha \Delta OG_t$$

$$\Delta SB_t = \max[0, 5; 1/4 (SB_{t-1}^{opt} - SB_{t-1})] + \delta \Delta OG_t$$

De keuze van de snelheid waarmee naar het optimale niveau wordt teruggekeerd, is arbitrair. In de hier voorgestelde regel wordt ervan uitgegaan dat het ecart tussen het gerealiseerde en het optimale begrotingssaldo jaarlijks met een kwart vermindert (of met 0,5 % bbp indien dat kwart kleiner is dan 0,5 % bbp) tot het optimale niveau is bereikt.

Komt het begrotingssaldo boven zijn optimale niveau uit, dan is er geen houdbaarheidsprobleem. In de hier gehanteerde optimale begrotingsregel moet in dat geval niet worden teruggekeerd naar het optimale begrotingssaldo en moet enkel rekening worden gehouden met de verandering in conjunctuur:

$$\Delta BB_t = \alpha \Delta OG_t$$

$$\Delta SB_t = \delta \Delta OG_t$$

Landen met een budgettaire marge ten aanzien van de houdbaarheidsdoelstelling worden dus niet aangespoord om die marge te gebruiken. De stabilisatiedoelstelling is immers symmetrisch, maar de houdbaarheidsdoelstelling is dat niet.

De grafiek illustreert de voorgestelde regel voor een optimaal begrotingsbeleid in het geval van een negatieve output gap, waarbij het optimaal begrotingsbeleid is uitgedrukt in termen van het structurele begrotingssaldo. Het optimale niveau van het structurele begrotingssaldo daalt naarmate de conjunctuur verslechtert en stijgt naarmate de economische bedrijvigheid opnieuw aantrekt. Op het ogenblik dat de output gap gesloten is (op de grafiek is dat in jaar 2 en jaar 6) is het optimale structurele begrotingssaldo telkens gelijk aan het houdbare niveau (*HOUDB*), op de grafiek vastgesteld op -0,5 % bbp.

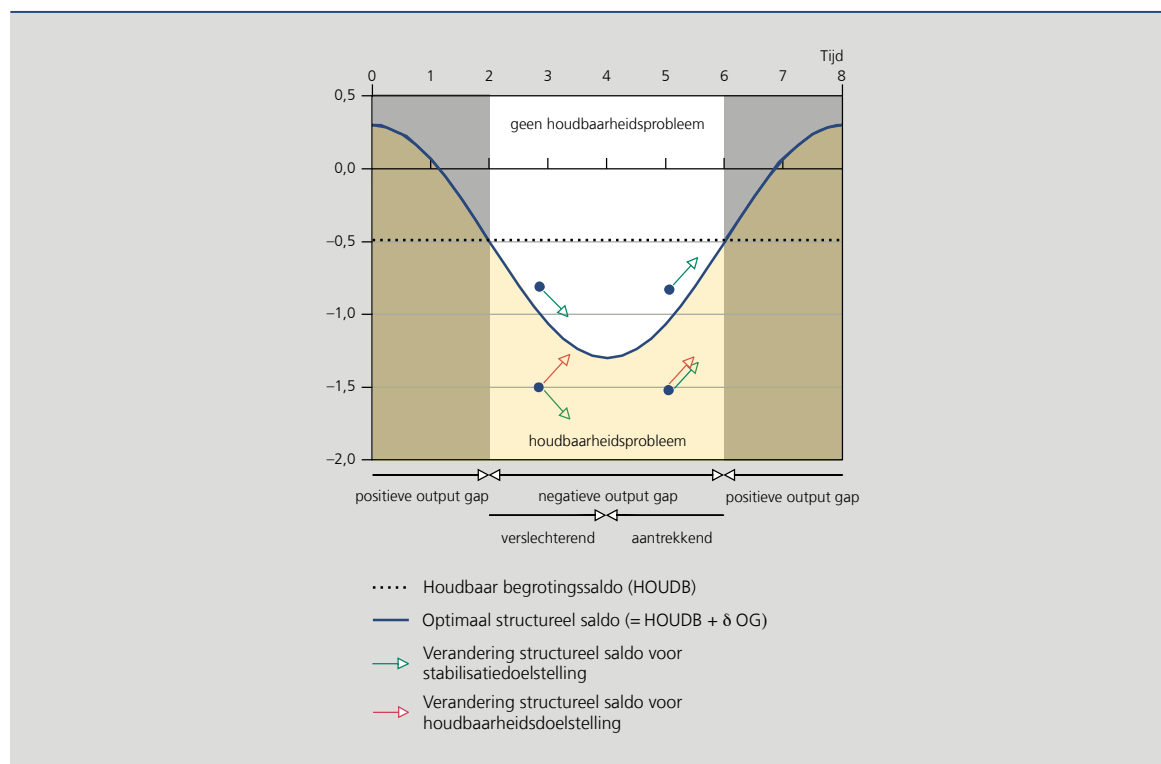
Blijft het structurele saldo onder het optimale niveau en verslechtert de conjunctuur (punt links onder), dan moet er volgens de stabilisatiedoelstelling een discretionair expansief beleid (groene pijl), maar volgens de houdbaarheidsdoelstelling een discretionair restrictief beleid (rode pijl) worden gevoerd. Het aanbevolen beleid is de som van beide en is, afhankelijk van de omvang van het consolidatieprobleem, expansief of restrictief. Bevindt het structurele begrotingssaldo zich lager dan het optimale niveau en trekt de economische bedrijvigheid aan (punt rechts onder), dan moet zowel volgens de stabilisatiedoelstelling als volgens de houdbaarheidsdoelstelling een restrictief beleid worden gevoerd. De aanbevolen consolidatie is opnieuw de som van beide. Komt het structurele begrotingssaldo hoger uit dan het optimale niveau (punten boven de blauwe lijn), dan is er geen houdbaarheidsprobleem en is enkel de stabilisatiedoelstelling van toepassing (zie groene pijlen).

Tot slot zij opgemerkt dat de hier voorgestelde begrotingsregel op enkele belangrijke basisprincipes voor optimaal begrotingsbeleid steunt. Die principes zijn vertaald in een eenvoudige formule. Binnen de formules is de keuze van de waarde van de parameters en de variabelen tot op zekere hoogte arbitrair en eventueel te verfijnen. Zo zou de stabilisatieparameter α zelf een functie kunnen zijn van de output gap om rekening te houden met de grotere efficiëntie van het stabilisatiebeleid bij een sterke economische vertraging. Het houdbare niveau *HOUDB* zou kunnen worden aangepast naar rato van het niveau van de netto-overheidsinvesteringen in een land gelet op de geringe impact die deze laatste hebben op de houdbaarheid. Wat de maatstaf voor de conjunctuurcyclus – de output gap – betreft, zijn de soms ingrijpende ex post herzieningen vervelend. De begrotingsaanbevelingen op basis van deze regel zijn echter voornamelijk gebaseerd op de – standvastiger – verandering in de output gap.



REGEL VOOR EEN OPTIMAAL BEGROTINGSBELEID, ILLUSTRATIE BIJ EEN NEGATIEVE OUTPUT GAP

(in % bbp)



4.2 Optimaal begrotingsbeleid voor individuele landen

4.2.1 Evaluatie op basis van een budgetaire regel

Om het optimale begrotingsbeleid van verschillende landen te bepalen, is een adequate indicator nodig waarmee de gerealiseerde of verwachte begrotingsuitkomsten kunnen worden vergeleken. Dat is hier gedaan voor de zes grootste economieën van het eurogebied aan de hand van de in kader 2 uitgewerkte regel. Het optimale begrotingsbeleid wordt uitgedrukt in termen van verandering van het structurele begrotingssaldo. De berekening is gebaseerd op de gegevens over de output gap zoals die momenteel wordt geraamd, en dus niet op de inschatting van de output gap op het ogenblik dat de begrotingen werden opgemaakt. De resultaten van deze oefening moeten jaar per jaar worden gelezen en niet cumulatief.

In 2007, vóór het uitbreken van de crisis, voerden België, Nederland en Frankrijk een expansief begrotingsbeleid, terwijl volgens de voorgestelde regel een aanzienlijke consolidatie-inspanning nodig was om de houdbaarheid

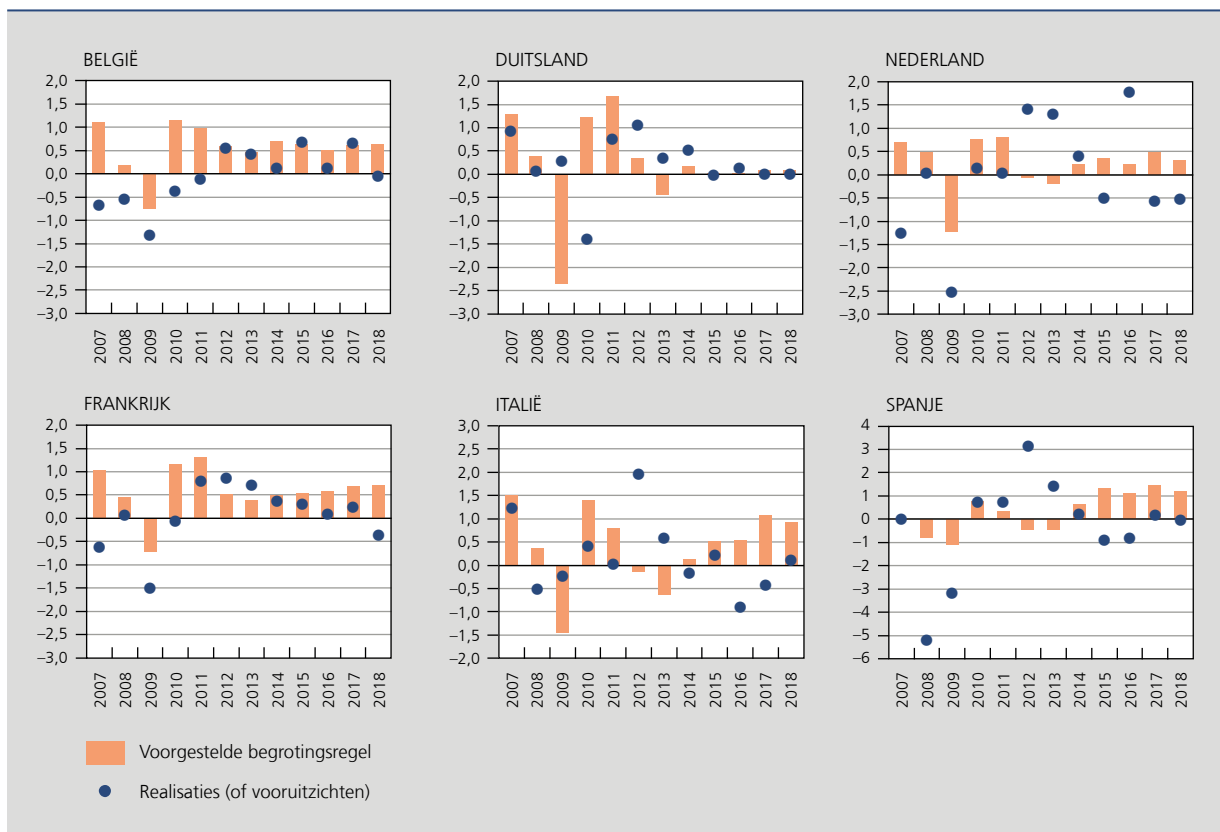
van hun overheidsfinanciën te vrijwaren. Duitsland, Italië en Spanje, daarentegen, voerden op dat ogenblik wel een begrotingskoers die in overeenstemming was met hun houdbaarheidsdoelstelling.

Tijdens de financiële en economische crisis (2008-2010) was er ruimte voor een discretionair expansief begrotingsbeleid. België, Frankrijk, Nederland en Spanje lieten hun begrotingssaldo nog meer verslechteren dan wat in de regel wordt voorgesteld. Italië, daarentegen, maakte slechts in beperkte mate gebruik van discretionaire stimuli.

In de jaren 2012-2013 voerden Duitsland, Nederland, Italië en Spanje een sterk restrictief begrotingsbeleid, terwijl de verslechtering van de conjunctuur een neutraal tot expansief beleid rechtvaardigde. Daarbij zij opgemerkt dat de economische situatie in Italië en Spanje, achteraf beschouwd, veel sterker bleek te verslechteren dan waar op het ogenblik van de begrotingsopmaak werd van uitgegaan. Op basis van de toen gemaakte inschatting van de output gap, had de voorgestelde regel voor Spanje en Italië immers een restrictief beleid tot gevolg.

GRAFIEK 7 OPTIMAAL BEGROTINGSBELEID IN INDIVIDUELE LANDEN

(verandering van het structurele begrotingssaldo, in % bbp)



Bronnen: EC, ESCB, NBB.

Voor de jaren 2017-2018 is het zaak voor België, Frankrijk, Italië en Spanje (gelet op de combinatie van een aantrekkende conjunctuur en een houdbaarheidsprobleem) een grotere consolidatie-inspanning aan te bevelen dan die welke wordt verwacht op basis van de meest recente macro-economische vooruitzichten van de EC (herfststraming 2017).

4.2.2 Vergelijking met de aanbevelingen uit het Europees begrotingskader

Het is interessant om de aanbevelingen voor dit en volgend jaar volgens de voorgestelde regel te vergelijken met de landspecifieke aanbevelingen uit het Europees begrotingskader.

Voor Frankrijk en België komen de aanbevelingen qua orde van grootte grosso modo overeen met de naar voren geschoven begrotingsregel. Voor Spanje en Italië impliceert de regel een sterkere consolidatie omdat de output gap in die beide landen snel sluit en ze bovendien een groot houdbaarheidsprobleem hebben. Al met al zijn de aanbevelingen uit het Europees begrotingskader

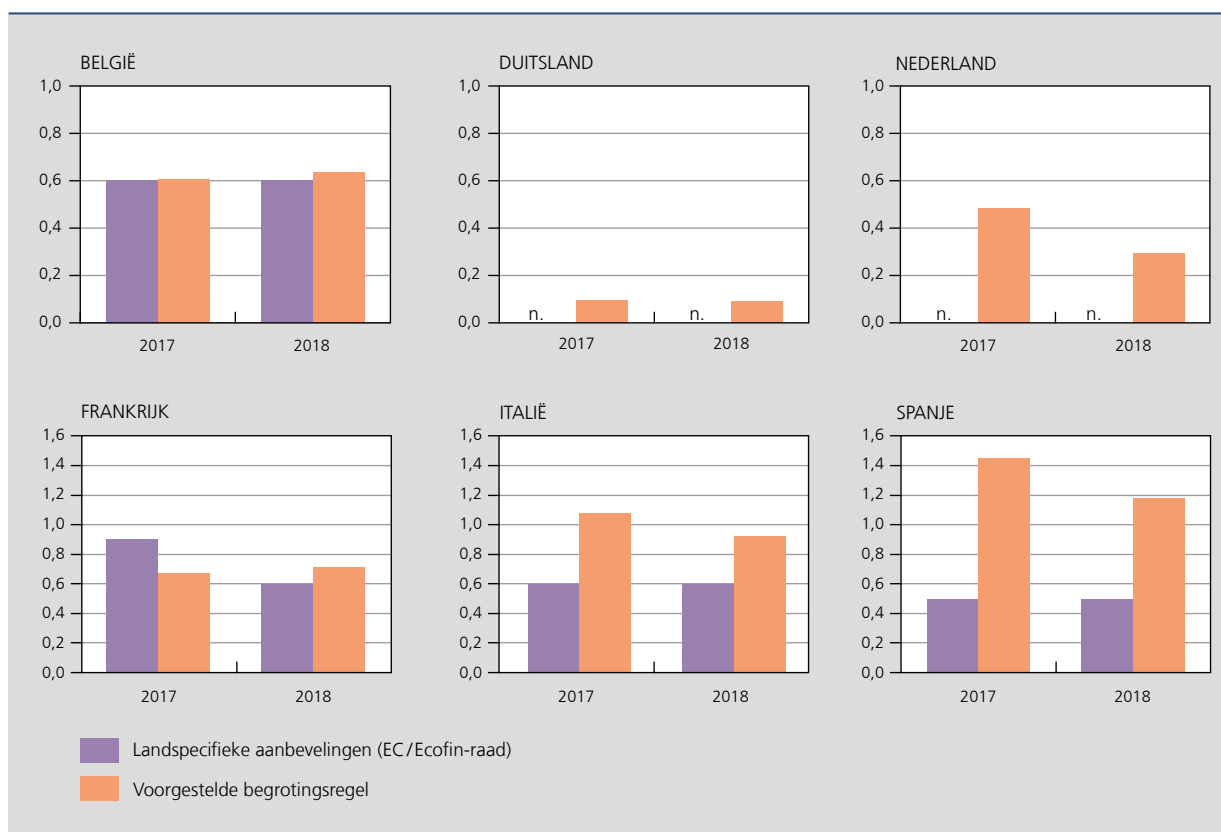
momenteel economisch zinvol en dienen ze te worden gerespecteerd.

Duitsland en Nederland hebben geen houdbaarheidsprobleem. Daarom formuleert de Commissie voor die twee landen geen aanbeveling. Uit de voorgestelde begrotingsregel blijkt dat een licht restrictief begrotingsbeleid wordt aanbevolen voor Nederland en Duitsland (2017 en 2018), louter als gevolg van de aantrekkende economische bedrijvigheid. Krachtens de regel wordt beide landen immers niet verzocht gebruik te maken van hun marge waarover ze ten aanzien van de houdbaarheidsdoelstelling beschikken.

Ondanks de op dit ogenblik economisch zinvolle aanbevelingen op basis van het Stabiliteits- en groeipact, zijn er belangrijke verschillen met de voorgestelde regel voor een optimaal begrotingsbeleid. Wat het optimale niveau voor het begrotingssaldo betreft, staat de regel bovenop de automatische stabilisatoren ook discretionaire stabilisatie toe; de voorgestelde regel is dus soepeler in periodes van verslechterende conjunctuur en strenger in periodes van aantrekkende conjunctuur. Komt het structurele

GRAFIEK 8 DE AANBEVELINGEN UIT HET EUROPEES BEGROTINGSKADER ZIJN MOMENTEEL ECONOMISCH ZINVOL

(verandering van het structurele begrotingssaldo, in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

begrotingssaldo onder het optimale niveau uit, dan staat het Stabiliteits- en groeipact slechts in zeer uitzonderlijke omstandigheden (namelijk bij een output gap lager dan -4% bbp of negatieve groei) toe dat het structurele begrotingssaldo niet verbetert. In alle andere omstandigheden moet dat saldo minstens gelijk blijven of verbeteren. Volgens de voorgestelde regel, daarentegen, is bij een verslechtering van de conjunctuur wel een achteruitgang van het structurele begrotingssaldo mogelijk, ook al is er een houdbaarheidsprobleem. Daartegenover staat dat bij een conjunctuuropleving een grotere verbetering van het structurele begrotingssaldo noodzakelijk is.

4.3 Optimaal begrotingsbeleid voor het eurogebied als geheel

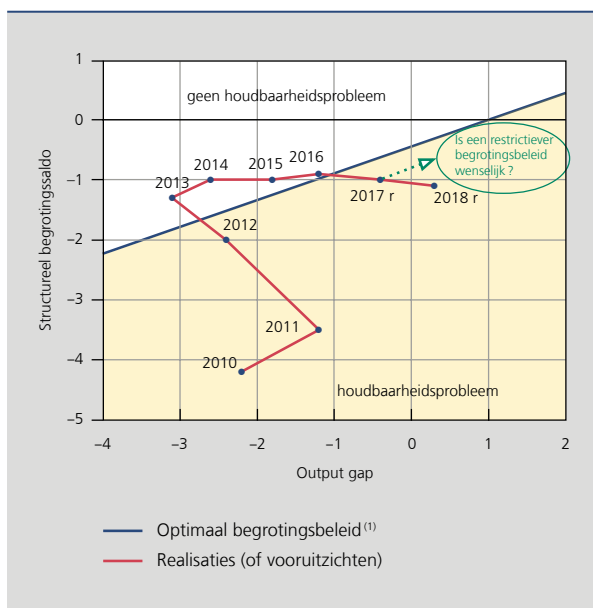
4.3.1 Verloop van het begrotingsbeleid

De begrotingspositie van het eurogebied als geheel wordt op mechanische manier berekend door de begrotingsposities van de lidstaten te aggregeren. Ze wordt dus niet rechtstreeks bepaald. Het begrotingsbeleid op het niveau

van het eurogebied als geheel is bijgevolg het resultaat van het beleid op nationaal niveau. De begrotingspositie van het eurogebied wordt hier weergegeven door het structurele begrotingssaldo, zoals gepubliceerd door de EC.

Het verloop van het begrotingsbeleid voor het eurogebied als geheel over de periode 2010-2018 kan in een aantal subperiodes worden ingedeeld. Gedurende de periode 2008-2010 veroorzaakten de financiële crisis en de daaruit voortvloeiende economische recessie grote tekorten en oplopende schuldniveaus als gevolg van het toen gevoerde anticyclische beleid. Daardoor ging de toestand van de overheidsfinanciën in het eurogebied er aanzienlijk op achteruit. Vanaf 2011 begonnen de landen van het eurogebied hun overheidstekorten af te bouwen teneinde de overheidsfinanciën houdbaarder te maken. De procyclische begrotingskoers tijdens de 'double dip' in 2012-2013 was een gevolg van het vernieuwde en verstrengde Stabiliteits- en groeipact. Terugblikkend op die periode kan het toen gevoerde begrotingsbeleid als té restrictief worden bestempeld, met een begrotingsconsolidatie die té snel werd uitgevoerd onder meer door de druk van de financiële markten op een aantal landen. Vanaf 2014

GRAFIEK 9 VERLOOP VAN HET BEGROTINGSBELEID IN HET EUROGEBIED ALS GEHEEL
(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

(1) Volgens de in het kader 2 naar voren geschoven regel voor optimaal begrotingsbeleid. Dit wordt als volgt geconcretiseerd: een wijziging van de output gap met 1 % bbp leidt tot een verandering van het structurele begrotingssaldo met 0,44 % bbp en van het nominale begrotingssaldo met 1 % bbp omwille van de automatische stabilisatoren (0,56 % bbp) en een discretionaire beleidsimpuls (0,44 % bbp); het voorgestelde begrotingstekort op middellange termijn bedraagt 0,5 % bbp.

was de begrotingspositie van het eurogebied als geheel grotendeels neutraal, wat meer in overeenstemming was met de cyclische positie. De recente informatie over de economische situatie is positief en maakt gewag van een versteviging van de groei en een sluiting van de output gap. In deze sterk verbeterde conjunctuursituatie verdient een meer restrictief begrotingsbeleid aanbeveling.

De belangrijkste internationale instellingen hebben het afgelopen jaar uitspraak gedaan over het optimale begrotingsbeleid voor het eurogebied als geheel voor de jaren 2017 en 2018⁽¹⁾. Voor 2017 raadden de Ecofin-raad en het IMF voor het eurogebied als geheel, rekening houdend met de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn en met het conjunctuurverloop, een neutrale begrotingskoers aan. Er zij op gewezen dat de EC in een publicatie van eind 2016 nog een expansief begrotingsbeleid voorstond (EC, 2016b). Ook voor 2018 adviseerden de EC, de Europese Budgettaire Raad en het IMF in hun publicaties van de eerste helft van dit jaar dat een overwegend neutraal begrotingsbeleid aanbeveling verdient. In een speech

(1) Er zij opgemerkt dat de aanbevelingen van de EC, de Ecofin-raad en de Europese Budgettaire Raad betrekking hebben op het structurele primaire saldo, terwijl die van het IMF het structurele begrotingssaldo betreffen.

van Poul Thomsen, directeur van het Europees departement bij het IMF, van eind september werd dat standpunt evenwel bijgesteld naar een geleidelijk restrictief beleid: ... *with growth recovering quite strongly and output gaps narrowing fast, now is the time to rebuild fiscal space and place public debt on a firm downward trajectory. Gradual fiscal consolidation would help ensure that, when the next adverse shock hits, the euro zone is on a stronger footing and has the necessary buffers* (IMF, 2017b).

Uit het voorgaande overzicht kan worden afgeleid dat de standpunten van de internationale instellingen met betrekking tot het aanbevolen begrotingsbeleid het afgelopen jaar zijn geëvolueerd van een veeleer expansief naar een overwegend neutraal begrotingsbeleid en, recentelijk, naar een geleidelijk restrictief beleid. Dat kan worden verklaard door de verbetering van de economische situatie en van de economische vooruitzichten. Als gevolg hiervan zou de output gap in 2018 sluiten en zelfs licht positief worden. De aanbeveling om geleidelijk een restrictief beleid te gaan voeren, is in overeenstemming met de bevindingen hierboven.

4.3.2 Optimaal begrotingsbeleid voor het eurogebied in de huidige omstandigheden

Het optimale begrotingsbeleid in het eurogebied als geheel is niet noodzakelijk gelijk aan de optelsom van het optimale begrotingsbeleid in de individuele landen. Daar zijn een aantal redenen voor. Allereerst spelen op het niveau van het eurogebied enkel conjunctuuroverwegingen, geen overwegingen inzake de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Het eurogebied heeft immers zelf geen overheidsschuld. Bovendien is de impact van het begrotingsbeleid verschillend: de begrotingsmultiplicatoren, die de impact van een begrotingsimpuls op de economische bedrijvigheid weergeven, zijn voor het eurogebied als geheel hoger dan in de individuele landen aangezien een begrotingsimpuls in de relatief opener individuele economieën gedeeltelijk 'weglekt' via spillovers. Dit betekent dat de stabilisatiedoelstelling op het niveau van het eurogebied behaald kan worden met een relatief kleinere inspanning dan de optelsom van de vereiste inspanningen – uit stabilisatieoogpunt – van de individuele landen.

Vanuit die overwegingen wordt het optimaal begrotingsbeleid voor het eurogebied als geheel voor 2017 en 2018 berekend vanuit drie invalshoeken:

1. De bbp-gewogen optelsom van de optimale wijziging in het structurele begrotingssaldo van de individuele landen van het eurogebied, volgens de voorgestelde begrotingsregel waarin rekening wordt gehouden met

zowel de stabilisatie- als de houdbaarheidsdoelstelling. Het resultaat daarvan toont waar het eurogebied zou uitkomen indien de individuele landen hun optimaal begrotingsbeleid zouden voeren. Voor het eurogebied als geheel komt de gehanteerde begrotingsregel uit op een verbetering van het structurele saldo met 0,5 à 0,6 % bbp in het eurogebied.

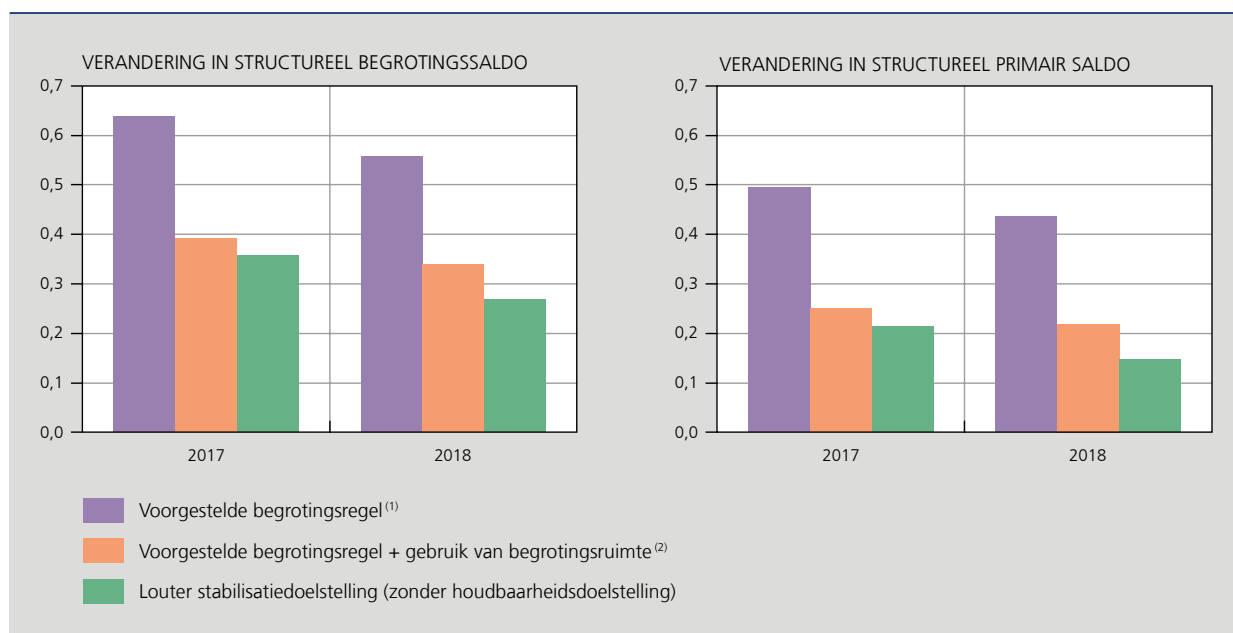
2. Een variant van de voorgaande som waarbij de landen die volgens de voorgestelde regel begrotingsmarge hebben ten opzichte van de houdbaarheidsdoelstelling, die marge (deels) gebruiken. Daarbij wordt de houdbaarheidsdoelstelling van de individuele landen dus op symmetrische wijze toegepast. Mochten landen zonder houdbaarheidsprobleem, zoals Duitsland en Nederland, hun begrotingsmarge aanwenden, dan zou de optelsom voor het eurogebied als geheel zo'n 0,2 procentpunt bbp lager uitkomen.
3. De derde variant wordt berekend als de bbp-gewogen optelsom van de optimale wijziging in het structurele saldo van de individuele landen van het eurogebied, enkel rekening houdend met de stabilisatiedoelstelling (en niet met de houdbaarheidsdoelstelling). Daaruit volgt voor het eurogebied de aanbeveling om een licht restrictief begrotingsbeleid te voeren, zulks

vanwege de aantrekkende conjunctuur. De aanbevelen verbetering van het structureel saldo is licht lager dan in de tweede variant.

Het optimale begrotingsbeleid in het eurogebied als geheel voor de jaren 2017 en 2018 is volgens deze berekeningen telkens restrictief, maar tussen de drie begrotingsregels bestaan er verschillen wat de mate betreft waarin het structurele begrotingssaldo zou moeten verbeteren. Dit illustreert de hierboven vermelde vaststelling dat er een verschil bestaat tussen het begrotingsbeleid dat optimaal is voor het eurogebied als geheel (variant 3 – louter stabilisatiedoelstelling) en de som van het optimale begrotingsbeleid van de individuele landen (variant 1 – voorgestelde begrotingsregel). Het voorstel in het rapport van de vijf presidenten om een Europees stabilisatiemechanisme op te zetten en aldus het centraal niveau te versterken, is bedoeld als onderdeel van de oplossing om die verschillen te overbruggen. In hoofdstuk 6 van dit artikel wordt op dit voorstel nader ingegaan.

Tot slot zij opgemerkt dat het optimale begrotingsbeleid in het eurogebied als geheel in 2017 en 2018, dat volgens onze berekeningen veeleer restrictief zou moeten zijn, afwijkt van het momenteel gevoerde, nog licht expansieve beleid.

GRAFIEK 10 OPTIMAAL BEGROTINGSBELEID VOOR HET EUROGEBIED
(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

(1) Berekend als het bbp-gewogen gemiddelde van de doelstellingen voor de landen van het eurogebied, rekening houdend met hun stabilisatie- en houdbaarheidsdoelstellingen.

(2) Idem als in 1 maar waarbij de landen met een begrotingsmarge, dat zijn de landen zonder houdbaarheidsprobleem, hun begrotingsmarge (deels) gebruiken voor een expansief begrotingsbeleid (door de voorgestelde begrotingsregel met betrekking tot de houdbaarheid symmetrisch toe te passen).

5. Moet Duitsland de motor van het eurogebied zijn?

In hoofdstuk 4 werd aangetoond dat indien Duitsland zijn begrotingsmarge zou aanwenden, de begrotingskoers voor het eurogebied in zijn geheel minder restrictief wordt. Vaak werd aangedrongen op een meer stimulerend begrotingsbeleid in Duitsland. Zo stond het lopende overschot op de betalingsbalans van Duitsland de afgelopen jaren centraal in het debat over het economisch beleid en de herbalancering in het eurogebied. Aangenomen werd dat de afbouw van dat lopend surplus, meer bepaald door hogere investeringen, de bedrijvigheid in de andere eurolanden zou ondersteunen, in het bijzonder in de landen met een vraagtekort, waar de output gap dus nog niet gesloten was, en waar er geen ruimte was voor een meer ondersteunend begrotingsbeleid.

Zo werd Duitsland, vanwege zijn aanzienlijk en persistent surplus op de lopende rekening, in het kader van de EU-procedure bij macro-economische onevenwichtigheden (MIP) sedert 2014 beschouwd als een lidstaat met macro-economische evenwichtsverstoringen. In de aan Duitsland gerichte landspecifieke aanbevelingen van juli 2017 stelt de Raad van de EU dat het aanhoudend grote overschot op de lopende rekening grensoverschrijdende relevantie heeft en dat het aanpakken van dat overschot gevolgen kan hebben voor de herbalanceringsperspectieven van de rest van het eurogebied en de Unie omdat een dynamischer binnenlandse vraag in Duitsland voor lidstaten met een zware schuldenlast de druk kan verlichten om hun schulden af te bouwen.

5.1 Het lopende overschot op de betalingsbalans van Duitsland is groot en persistent en weerspiegelt het spaaroverschot van de Duitse economie

Duitsland boekt inderdaad een zeer omvangrijk lopend overschot. In 2016 bedroeg het 8,5% bbb, waardoor de in het kader van de MIP vastgelegde kritische drempel van 6% bbb ruim werd overschreden. Het saldo is het hoogste van de voornaamste geavanceerde economieën. De stijging tijdens de afgelopen jaren is vooral het gevolg van het groeiende surplus op de handelsbalans (goederen), dat in 2016 op 8,7% bbb uitkwam. Dat was vooral het resultaat van het overschot ten opzichte van de landen buiten het eurogebied. De laatste jaren heeft zich immers een verschuiving voorgedaan in de geografische samenstelling van het Duitse handelsoverschot van de eurolanden naar landen buiten het eurogebied. Duitsland boekt ook een overschot op de inkomstenbalans. Volgens berekeningen van het IMF

(2017d), overtreft het impliciete rendement op de buitenlandse activa van Duitsland het rendement op zijn verplichtingen tegenover het buitenland met ongeveer 0,5 procentpunt.

Behalve de concurrerende, op de export gerichte verwerkende nijverheid weerspiegelt het aanhoudend grote externe surplus ook het aanzienlijke binnenlandse spaaroverschot van de Duitse economie. Tijdens de afgelopen jaren werd bij de huishoudens, net als bij de ondernemingen, een financieringsoverschot opgetekend en na de financiële crisis werd de financieringsbehoefte van de overheid bovendien weggewerkt.

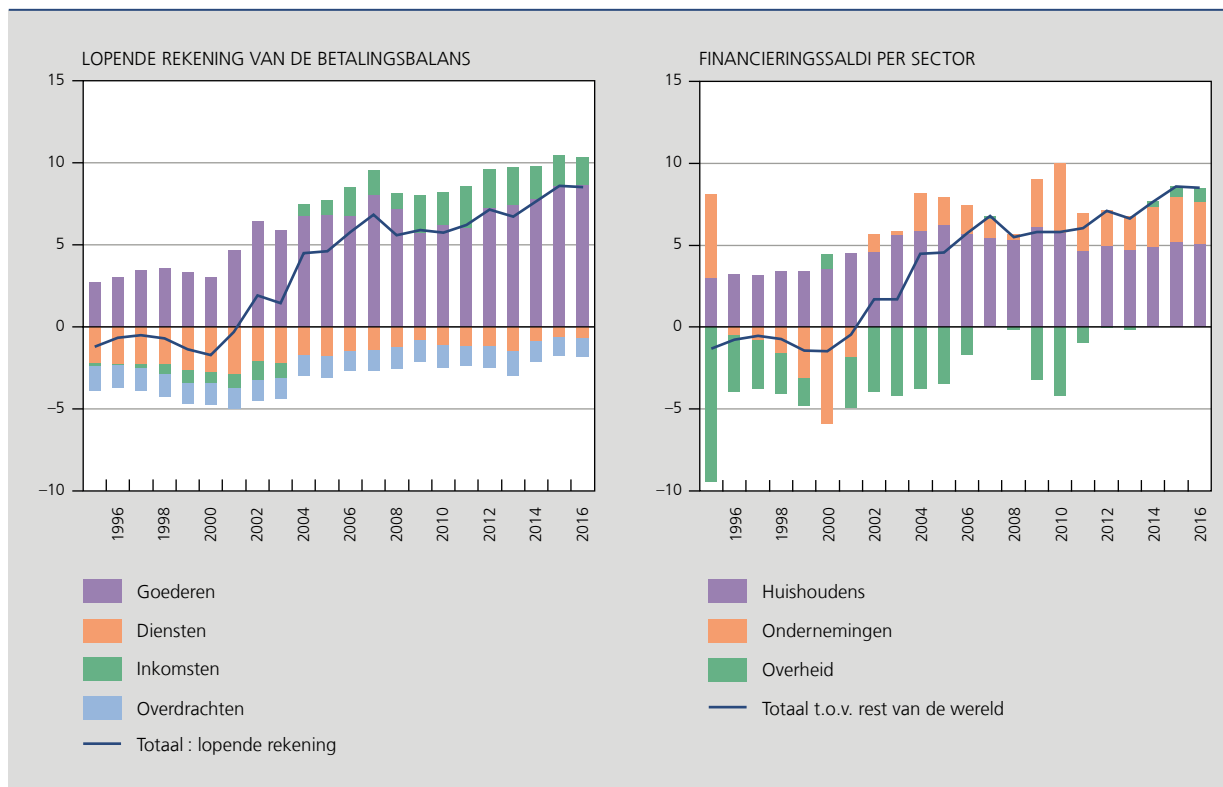
Het financieringsoverschot van de huishoudens is de grootste component van het Duitse spaaroverschot. Sedert 2010 is dat overschot echter enigszins verkleind in het verlengde van de opleving van de particuliere consumptie en de investeringen in woongebouwen. De spaarquote van de Duitse huishoudens ligt op een hoog niveau (een van de hoogste van de OESO-landen), wat te maken heeft met demografische factoren. De bezorgdheid over de vergrijzing, die in Duitsland sneller verloopt dan in de meeste andere grote economieën, heeft de Duitse huishoudens in hun sparen gestimuleerd opdat ze tijdens hun pensioen hun levensstandaard zouden kunnen handhaven. De stijging van de spaarquote na de eeuwwisseling vond daarbij plaats in een periode waarin tot ingrijpende hervormingen van het openbare pensioenstelsel werd besloten en de gemiddelde vervangingsratio van de pensioenen afnam. Bovendien werden aanvullende private pensioenplannen fiscaal aantrekkelijker door de inwerkingtreding, in 2002, van de Riester-rente.

Voorts liep het financieringsoverschot van de niet-financiële ondernemingen na de eeuwwisseling sterk op. Daarbij kan een samenloop van landspecifieke factoren een rol hebben gespeeld. Zo resulteerden de loonmatiging en de arbeidsmarkthervormingen (Hartz-hervormingen) in een matiging van de loonkosten. De ondernemingen zetten de extra financieringscapaciteit kennelijk niet ten volle in voor een verhoging van de binnenlandse kapitaalvoorraad, maar wendden ze ook aan om de afhankelijkheid van externe financiering af te bouwen. Dit bracht met zich dat de Duitse ondernemingen, die in vergelijking met de rest van het eurogebied reeds een lage schuldgraad hadden, hun schulden toch verder reduceerden.

Het lopende overschot in het algemeen en het spaaroverschot van de Duitse niet-financiële ondernemingen in het bijzonder worden ook in verband gebracht met de directe investeringen door Duitse ondernemingen

GRAFIEK 11 LOPENDE REKENING VAN DE BETALINGSBALANS EN FINANCIERINGSSALDI IN DUITSLAND

(in % bbp)



Bron: EC.

in het buitenland in het kader van de offshoring van (delen van) de productie naar Oost-Europa en andere opkomende landen. Dat zou de concurrentiepositie versterken en productiviteitsverhogende effecten sorteren, met name door de vervanging van in het binnenland geproduceerde goederen door goedkopere geïmporteerde intermediaire producten. Bovendien heeft de dreiging van herlokalisatie van activiteiten naar het buitenland de loonontwikkelingen in de exportgerichte verwerkende nijverheid mogelijk getemperd.

Deze integratie van Duitsland in de internationale productieketens ('global value chains') wordt steeds meer als een structureel kenmerk van de Duitse economie beschouwd. De afgelopen jaren is de Duitse stock aan bruto buitenlandse directe investeringen (BDI) vrij snel gestegen. Wat het eurogebied betreft, bevindt een aanzienlijk deel ervan zich in Luxemburg en in toenemende mate in Nederland alsook in België, Frankrijk, Oostenrijk, Italië en Spanje. In Griekenland en Portugal zijn de Duitse BDI beperkt qua omvang. Buiten het eurogebied zijn het Verenigd Koninkrijk, Zwitserland en de Oost-Europese landen Polen, Tsjechië

en Hongarije belangrijke vestigingslanden. Omgerekend in verhouding tot het bbp van de gastlanden zijn de Duitse BDI het sterkst aanwezig in de meeste buurlanden in het eurogebied (Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, België) en in Oost-Europa (Hongarije, Tsjechië, Slowakije en Polen). Rekening houdend met de omvang van die economieën, is die aanwezigheid daarentegen minder belangrijk in Frankrijk, Italië en de eurolanden die door de crisis zwaar werden getroffen (Spanje, Portugal, Griekenland). De sterke vertegenwoordiging in de Oost-Europese buurlanden wijst op de uitbouw van de Duitse positie in de internationale productieketens in die landen.

Onderzoek wijst uit dat de BDI over het algemeen complementair zijn aan de binnenlandse investeringen: de BDI zouden meestal positieve effecten sorteren op de binnenlandse investeringsactiviteit. Voor Duitsland zijn de resultaten evenwel gemengd en bestaan er aanwijzingen dat de BDI op lange termijn veeleer een substituuut zouden vormen voor de binnenlandse investeringen (Herzer D. en M. Schrooten, 2007). De nabijheid van lagereloonlanden in Centraal- en Oost-Europa zou daarin een belangrijke rol hebben gespeeld.

5.2 Zijn de investeringen in Duitsland te laag?

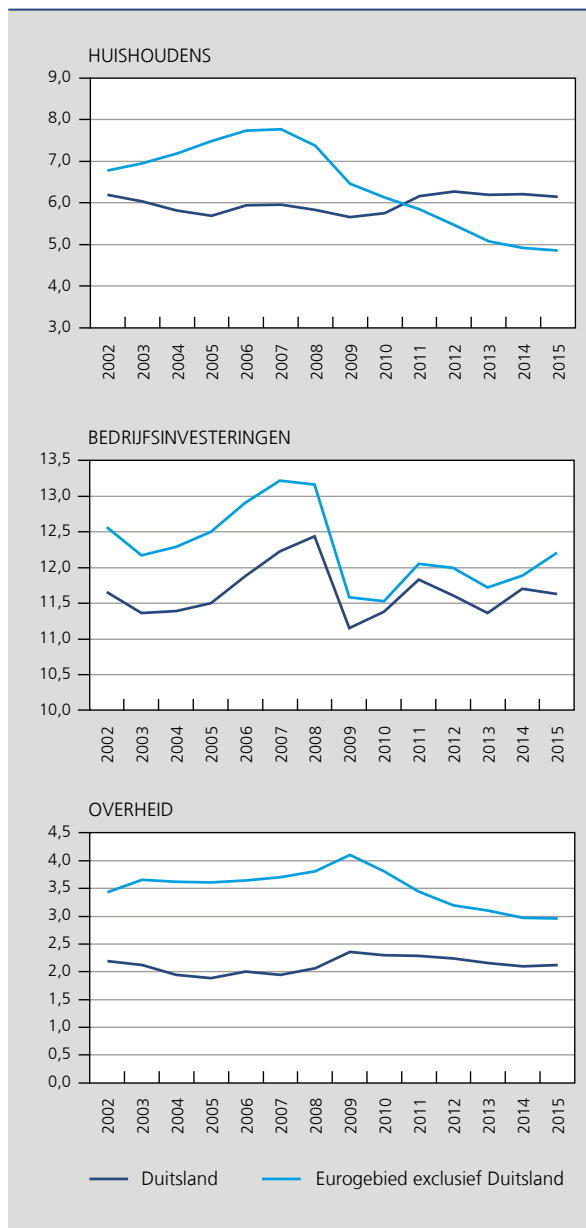
Het overschot op de lopende rekening van de Duitse betalingsbalans, dat wordt weerspiegeld in het spaaroverschot van de Duitse economie, wordt behalve aan de exportgerichte verwerkende nijverheid, de afbouw van de financieringsbehoefte van de overheid, de hoge spaarquote van de huishoudens en het concurrentievermogen van de bedrijven, vaak ook toegeschreven aan de als matig beschouwde (binnenlandse) investeringen.

Uitgesplitst naar de diverse sectoren (huishoudens, ondernemingen en overheid) lagen de investeringen van de huishoudens (in woningen) in Duitsland in verhouding tot het bbp tijdens de afgelopen jaren hoger dan gemiddeld in de andere landen van het eurogebied. Na de oververhitting als gevolg van de Duitse eenmaking bevond de Duitse bouwsector zich weliswaar jarenlang in een malaise die tot ongeveer 2009 duurde. Sindsdien hebben de investeringen in woongebouwen er evenwel sterk aangetrokken. Volgens sommige bronnen (Dahl J. en M. Góralczyk, 2017), is er op dit ogenblik nog steeds een tekort aan woningen zodat de woningbouw er naar verwachting stevig zal blijven.

De investeringsquote van de bedrijven bevindt zich daarentegen nog enigszins onder het niveau van de rest van het eurogebied. Hierbij moet er rekening mee worden gehouden dat, zoals hierboven vermeld, de BDI door Duitse ondernemingen op lange termijn de binnenlandse investeringen in zekere mate zouden kunnen vervangen. Het feit dat de Duitse niet-financiële ondernemingen een deel van hun financiële middelen aanwenden om hun positie in de internationale productieketens te verstevigen, zou bijgevolg een gedeeltelijke verklaring kunnen bieden voor de naar sommige maatstaven matige binnenlandse investeringsactiviteit.

De investeringsquote van de overheid, ten slotte, ligt in Duitsland lager dan in de rest van het eurogebied. Samen met de bevinding dat het investeringsherstel in de bedrijfstakken die zijn samengebracht onder de noemer 'andere bouwwerken en constructies' (waaronder infrastructuurwerken) na de crisis slechts traag verliep, spoort dit met de vaststelling – in de diepgaande evaluatie van Duitsland door de EC in het kader van de MIP 2017 – dat de investeringen in transport-, energie- en telecommunicatie-infrastructuur in Duitsland vertraging hebben opgelopen en dat de recente inspanningen om de overheidsinvesteringen te faciliteren en te stimuleren nog maar weinig effect hebben

GRAFIEK 12 **INVESTERINGEN NAAR SECTOR IN DUITSLAND**
(in % bbp)



Bron: EC.

gesorteerd. Ook de perceptie van de kwaliteit van spoor- en waterwegen en luchtvaartinfrastructuur lijkt er in Duitsland op achteruit te zijn gegaan.

Volgens sommige bronnen zijn de gemiddeld zwakke overheidsinvesteringen in Duitsland echter minder te wijten aan een gebrek aan politieke wil of een tekort aan financiering dan aan andere factoren zoals capaciteitstekorten, complexe procedures, ingewikkelde regulering van grote infrastructuurprojecten en gecompliceerde financiële verhoudingen binnen de overheidssector⁽¹⁾.

(1) Raad van de EU (2017), *Aanbeveling van de Raad van 11 juli 2017 over het nationale hervormingsprogramma 2017 van Duitsland en met een advies van de Raad over het stabiliteitsprogramma 2017 van Duitsland (2017/C 261/05)*, Publicatieblad van de Europese Unie, C261/18, 9 augustus, considerans 8; IMF (2017d), *Germany 2017 Article IV consultation—Staff report*, IMF Country Report 17/192, July, p.11; Deutsche Bank (2017), *Focus Germany*, 6 April.

verwacht in – vooral kleine tot middelgrote – buurlanden, terwijl de impact op verder verwijderde landen die niet aan Duitsland grenzen veeleer gering zou blijven⁽¹⁾.

In het verlengde hiervan biedt een overzicht van de in de Duitse investeringen vervatte, uit de handelspartners afkomstige toegevoegde waarde belangrijke informatie over de mogelijke geografische spreiding van de rechtstreekse handelseffecten van een expansie van de investeringen in Duitsland. De gegevens daartoe zijn te vinden in de 'Trade in value added'-indicatoren van de OESO en het gehalte aan toegevoegde waarde wordt uitgedrukt in verhouding tot de totale toegevoegde waarde van de handelspartners waar het wordt gecreëerd.

Hieruit blijkt dat de rechtstreekse handelseffecten van de investeringen in Duitsland op de economische bedrijvigheid bij de Europese handelspartners inderdaad het grootst zouden zijn voor een aantal kleine tot middelgrote landen nabij Duitsland, zowel binnen als buiten het eurogebied, namelijk voor Tsjechië, Oostenrijk, Luxemburg, Zwitserland en Hongarije. Grosso modo lijkt de creatie van toegevoegde waarde begrepen in de Duitse investeringen relatief belangrijk te zijn voor de landen waarmee Duitsland internationale productieketens heeft uitgebouwd. De impact op de landen in het eurogebied waar de economische bedrijvigheid het meest gebaat zou zijn bij extra ondersteuning, lijkt beperkter.

Al met al blijkt dat, op dit ogenblik, een begrotings-expansie in Duitsland uit conjunctureel oogpunt geen aanbeveling verdient. Bovendien zou de bijdrage van een expansief begrotingsbeleid aan de verkleining van het lopende overschot op de Duitse betalingsbalans relatief beperkt blijven. Dit neemt echter niet weg dat gerichte overheidsinvesteringen in infrastructuur wel gunstig kunnen zijn voor de potentiële groei in Duitsland.

6. Is er nood aan een aangepast Europees beleidskader?

6.1 Een actievere rol voor het begrotingsbeleid in de beleidsmix

De basis van het Europees begrotingskader werd gelegd met het Verdrag van Maastricht en het Stabiliteits- en groeipact (SGP), dat de vereisten van het Verdrag inzake begrotingstoezicht implementeert. Het begrotingskader zorgt voor ondersteuning en coördinatie van het begrotingsbeleid van de lidstaten. Zoals reeds vermeld in hoofdstuk 1 is het voornamelijk gericht op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en bedeeft het, bij het

stabiliseren van de conjunctuur, een beperkte rol toe aan het begrotingsbeleid via de werking van de automatische stabilisatoren. Het bestaat uit een preventief gedeelte, dat erop gericht is het ontstaan van onhoudbare begrotings-situaties te vermijden, en een corrigerend gedeelte, dat betrekking heeft op de herstelmaatregelen voor de lidstaten die in het vlak van hun overheidsfinanciën met zware problemen kampen⁽²⁾.

In dit kader rijst de vraag op welke manier het begrotingsbeleid een actievere rol kan spelen in de beleidsmix, vooral bij een zware recessie en beperkingen van het monetair beleid. Om dat te bewerkstelligen, zijn reeds een aantal aanpassingen gebeurd en worden er ook nog een aantal andere voorgesteld.

Een eerste aanpassing waardoor het begrotingsbeleid van de eurolanden meer rekening houdt met de conjuncturele situatie vond begin 2015 plaats door de introductie van een nieuwe matrix voor de bepaling van de vereiste verbetering van het structurele saldo in het preventief gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact. In de nieuwe matrix wordt er bij het bepalen van de vereiste verbetering immers (meer) rekening gehouden met de economische situatie waarbij een zwaardere inspanning wordt gevraagd indien de conjunctuur gunstig is dan wanneer ze ongunstig is. Een andere reeds uitgevoerde aanpassing heeft betrekking op de oprichting van de Europese Budgettaire Raad en de rol die deze laatste kan spelen. Die Raad werd in oktober 2015 opgericht en hij moet bijdragen aan een betere naleving van de begrotingsregels en aan een sterkere coördinatie van het nationale begrotingsbeleid. Met betrekking tot deze laatste functie dient de Europese Budgettaire Raad een oordeel te formuleren over de juiste begrotingskoers, zowel op nationaal niveau als voor het eurogebied. De EC wees in oktober 2016 de voorzitter en de vier leden aan en op 20 juni 2017 publiceerde de Raad zijn eerste rapport, met name een beoordeling van de voor het eurogebied geschikte toekomstige begrotingskoers.

Een verdere aanpassing van de regels van het Stabiliteits- en groeipact zou kunnen bestaan in een aanpassing van de manier waarop overheidsinvesteringen in aanmerking worden genomen voor een gunstiger behandeling van deze uitgaven. Deze laatste worden in het bestaande kader reeds ten dele gestimuleerd via een aantal clausules bij de toepassing van het Stabiliteits- en groeipact, maar

(1) Zie onder meer Deutsche Bundesbank (2016), *The international spillover effects of an expansion of public investment in Germany*, Monthly Report, August; Cwik, T. en V. Wieland (2010), *Keynesian government spending multipliers and spillovers in the euro area*, ECB Working Paper 1267, November; Beetsma R., M. Giuliodori en F. Klaassen (2005), *Trade spillovers of fiscal policy in the European Union: a panel analysis*, DNB Working Paper 52, August.

(2) Zie Melyn W., L. Van Meensel en S. Van Parys (2015) voor een uitgebreid overzicht van het Europees begrotingskader.

bij een eventuele hervorming van dat Pact moet ervoor worden gepleit om in het preventief gedeelte bij de bepaling van het begrotingssaldo dat in aanmerking wordt genomen, de bruto-investeringsuitgaven te vervangen door de afschrijvingen op de investeringen. Dit zou erop neerkomen dat het financieringssaldo van de overheid wordt gecorrigeerd voor de netto-investeringen. Op die manier zou een investeringsimpuls niet worden verhinderd⁽¹⁾. Dit lijkt een mogelijke manier om in de huidige context de – in tal van landen lage – overheidsinvesteringen te stimuleren. Uiteraard zou het dan moeten gaan om investeringen die het groeipotentieel daadwerkelijk ten goede komen. De basisregels van het Europees governancekader inzake overheidsfinanciën, zoals de begrotingslimiet van 3 % bbp en de schuldregel vervat in het corrigerend gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact, zouden evenwel niet wijzigen. Op deze manier blijven de budgettaire verantwoordelijkheid en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn gehandhaafd. Voorts lijkt het raadzaam om, in navolging van de voorstellen in het rapport van de vijf presidenten, de oprichting van een Europees stabilisatiemechanisme ernstig te overwegen.

6.2 Nood aan een Europees stabilisatiemechanisme?

Gelet op de voorbije crisissen lijkt het onontbeerlijk over voldoende krachtige instrumenten te beschikken om in staat te zijn schokken op te vangen en de weerbaarheid van het eurogebied te verstevigen, zonder de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in gevaar te brengen. Zelfs voor de reeds veerkrachtige economieën, met een voldoende flexibele arbeidsmarkt en gezonde overheidsfinanciën, kan niet worden gegarandeerd dat het mogelijk is alle risico's weg te werken en alle schokken behoedzaam op te vangen. Bepaalde economische schokken kunnen immers te zwaar blijken om louter te worden verwerkt door het spel van de nationale automatische stabilisatoren en het gecentraliseerd monetair beleid.

Om de stabiliserende rol van de nationale begrotingen en het monetair beleid aan te vullen, aangezien het SGP zich toespitst op de houdbaarheidsdoelstelling, de markten zich soms irrationeel gedragen, en er een dilemma verbonden is aan de tenuitvoerlegging op nationaal vlak van een aan het hele eurogebied aangepast begrotingsbeleid, kan een Europees stabilisatiemechanisme worden overwogen⁽²⁾. Dit laatste zou kunnen worden gedefinieerd als een beleid dat erop gericht is de nationale economische cycli af te vlakken via 'automatische' en 'zekere' (dat is vooraf bekende) overdrachten tussen de lidstaten, en aldus ook de contracyclische koers van het begrotingsbeleid van het eurogebied als geheel te verbeteren.

Er bestaan concrete denksporen om een dergelijk mechanisme op te richten. Ze behelzen de creatie van gemeenschappelijke verzekeringsmechanismen en zelfs van fondsen gefinancierd door bijdragen van de lidstaten. Die fondsen zouden de positie van de landen in de economische cyclus in aanmerking nemen en zouden op zodanige wijze worden opgezet dat overdrachten automatisch worden geactiveerd bij een recessie. Daarbij lijkt het onontbeerlijk dat een eventueel mechanisme geen moral hazard noch permanente overdrachten creëert, en geen hinderpaal vormt voor noodzakelijke aanpassingen noch voor het nemen van structurele maatregelen om de diepere oorzaken van de nog in sommige landen bestaande macro-economische onevenwichtigheden te bestrijden.

Over het geheel genomen worden regelmatig drie mogelijkheden naar voren geschoven⁽³⁾:

- i) *Een Europees stelsel voor investeringsbescherming* zou de investeringen beschermen bij een verzwakking van de bedrijvigheid (die zou kunnen blijken uit een negatieve output gap), door vooraf bepaalde prioriteiten te ondersteunen, zoals de ontwikkeling van infrastructuur, investeringen in onderwijs en vaardigheden, of bepaalde overheidsinvesteringen die soms een van de eerste posten van de nationale begrotingen zijn waarop wordt bespaard.
- ii) *Een Europees herverzekeringstelsel voor werkloosheid*, dat, in tegenstelling tot de fondsen die de output gap als referentievareabele zouden hanteren, zou gebaseerd zijn op het werkloosheidspeil (wat direct waarneembaar is). Gelet op de heterogeniteit van de nationale arbeidsmarktinstuties en de initiële werkloosheidsniveaus zouden die mechanismen de nationale werkloosheidsuitkeringen moeten aanvullen.
- iii) *Een 'Rainy day fund'* zou regelmatig bijdragen kunnen accumuleren. De uitbetalingen uit het fonds zouden op discretionaire basis plaatsvinden in het geval van schokken. Niettemin zouden de desbetreffende stortingen normaliter beperkt blijven tot de geaccumuleerde inbreng. De capaciteit van dit fonds zou dus te gering kunnen zijn bij een omvangrijke schok.

(1) Zie Melyn W., R. Schoonackers, P. Stinglhamber en L. Van Meensel (2016).

(2) In het algemeen moet een dergelijk solidariteitsmechanisme ook noodzakelijk samengaan met een vermindering van risico's, namelijk met begrotingsdiscipline en een convergentie van het nationaal beleid naar best practices. Er bestaan nog andere aanvullende kanalen, maar deze zijn ofwel nog niet volledig ontwikkeld (kapitaalmarktunie), ofwel gevoelig voor de impact van een crisis (zoals is gebleken uit het opdrogen van het kanaal van het bankkrediet in bepaalde landen en de fragmentatie die de monetairbeleidstransmissie in het verleden heeft belemmerd).

(3) Met name door de EC in haar discussienota over de verdieping van de EMU (31 mei 2017): https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_nl.pdf

Conclusies

Een belangrijke les die uit de financiële en economische crisis kan worden getrokken, is dat de diverse beleidsinstrumenten, in het bijzonder het monetair en het begrotingsbeleid, complementair moeten werken om de beoogde resultaten te bereiken. Zo is een actief begrotingsbeleid nuttig, vooral bij een zware recessie of bij beperkingen inzake monetair beleid.

Vanuit die inzichten is nagegaan welk begrotingsbeleid optimaal zou zijn. Het begrotingsbeleid dat in sommige landen van het eurogebied alsook in het eurogebied als geheel tijdens de crisisjaren 2012 en 2013 werd gevoerd, kan duidelijk als té restrictief worden bestempeld. In de daaropvolgende periode tot op vandaag werd in het eurogebied als geheel een veeleer neutraal beleid gevoerd, wat adequaat was. Voor 2018 verdient voor de meeste landen van het eurogebied echter een

veeleer restrictief begrotingsbeleid aanbeveling, gelet op de aantrekkende conjunctuur, het sluiten van de output gaps en de noodzaak om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te waarborgen.

Duitsland beschikt over een zekere budgettaire marge, maar een begrotingsexpansie is er op dit ogenblik uit het oogpunt van de conjunctuur niet wenselijk en de impact ervan op de landen van het eurogebied waar de economische bedrijvigheid het meest gebaat zou zijn bij extra ondersteuning zou beperkt zijn. Gerichte overheidsinvesteringen in infrastructuur zijn er wel zinvol ter versterking van het groeipotentieel.

Ten slotte lijkt een Europees stabilisatiemechanisme onder bepaalde voorwaarden te overwegen om ervoor te zorgen dat het optimale begrotingsbeleid in het eurogebied als geheel, waarbij enkel de stabilisatie-doelstelling relevant is, zou stroken met het optimale beleid in de individuele landen.

Bibliografie

- Ademmer E., C. Boeving-Reicher, J. Boysen-Hogrefe, K.-J. Gern en U. Stolzenburg (2016), *Euro-area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy*, Provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, July.
- Akerlof G. en R. Shiller (2009), *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters For Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton.
- Attinasi M-G., M. Lalik en I. Vetlov (2017), *Fiscal spillovers in the euro area, a model-based analysis*, ECB, Working Paper Series 2040, March.
- Aucremanne L. en S. Ide (2010), 'Lessen uit de crisis: monetair beleid en financiële stabiliteit', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-21.
- Auerbach A. en M. Obstfeld (2003), *The case for open-market purchases in a liquidity trap*, NBER, Working paper 9814, July.
- Auerbach A. en Y. Gorodnichenko (2012), 'Fiscal multipliers in recession and expansion', in Alesina A. en F. Giavazzi (eds.), *Fiscal policy after the financial crisis*, Chicago, University of Chicago press, 63-98.
- Banco de España (2017), 'Spillover effects of national fiscal policy in the euro area', *Annual report 2016*, Box 4.1.
- Bankowski K. en M. Ferdinandusse (2017), *Euro area fiscal stance*, ECB, Occasional Paper Series 182, January.
- Beetsma R., M. Giuliadori en F. Klaassen (2005), *Trade spillovers of fiscal policy in the European Union: a panel analysis*, DNB Working Paper 52, August.
- Belke A. en T. Osowski (2016), *Measuring fiscal spillovers in EMU and beyond: a Global VAR approach*, CEPS Working Document 428, December.
- Bénassy-Quéré A. en J. Cimadomo (2006), *Changing patterns of domestic and cross-border fiscal policy multipliers in Europe and the US*, CEPII Working Papers, 2006-24.
- Bénassy-Quéré, A., X. Ragot en G. Wolff (2016), *Which fiscal union for the Euro area?*, Bruegel Policy Contribution 2016/05, February.
- Bénassy-Quéré A. (2016), *Euro-area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy*, Provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, July.
- Bernanke B. (2004), *The Great Moderation, Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association*, Washington DC, 20 February.
- Bernanke B., M. Gertler en S. Gilchrist (1996), 'The Financial Accelerator and the Flight to Quality', *The Review of Economics and Statistics*, Symposium on Developments in Business Cycles Research, Vol. 78, n°1, February, 1-15.
- Blanchard O. en J. Gali (2007), 'Real Rigidities and the New Keynesian Model', *Journal of Money, Credit and Banking*, Proceedings of the Conference on Quantitative Evidence on Price Determination, 35-66, February.
- Blanchard O., G. Dell'Ariccia en P. Mauro (2010), 'Rethinking macroeconomic policy', *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 199-215.
- Blanchard O., C.J. Erceg en J. Lindé (2015), *Jump starting the euro area recovery: would a rise in core fiscal spending help the periphery?*, NBER, Working Paper 21426, July.

- BNP Paribas (2017), 'Allemagne, les infrastructures menacées', *Eco Week*, 24 février.
- Boeckx J., N. Cordemans en M. Dossche (2013), 'Oorzaken en implicaties van een lage risicoloze rente', NBB, *Economisch tijdschrift*, september, 65-92.
- Boeckx J. en N. Cordemans (2017), 'Monetary Policy in the wake of the Great Recession, Reflets et perspectives de la vie économique', *De Boeck Supérieur*, Tome LVI, 61-78.
- Boeckx J. en M. Deroose (2016), 'Monetair en begrotingsbeleid in het eurogebied: onafhankelijk maar toch verbonden', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-26.
- Botev J., J. Fournier en A. Mourougane (2016), *A Re-assessment of Fiscal Space in OECD Countries*, OECD Economics Department Working Papers 1352, November.
- Buti M. (2016), 'What future for rules-based fiscal policy?', in *Progress and confusion – The State of macroeconomic policy*, edited by Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff and L. H. Summers, The MIT press, Cambridge, Massachusetts, 183-195.
- Capital Economics (2017), *German investment set for strong growth*, European Economics Update, 20 September.
- 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.
- Cwik T. en V. Wieland (2010), *Keynesian government spending multipliers and spillovers in the Euro area*, ECB, Working Paper Series 1267, November.
- Dahl J. en M. Góralczyk (2017), *Recent supply and demand developments in the German housing market*, European Economy Economic Brief 025, May.
- De Backer B. en J. Wauters (2017), 'De cyclische en structurele determinanten van de lagerenteomgeving', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 75-94.
- De Grauwe P. (2013), *Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?*, LEQS Paper 57, February.
- de Jong J., M. Ferdinandusse, J. Funda en I. Vetlov (2017), *The effect of public investment in Europe: a model-based assessment*, ECB, Working Paper Series 2021, February.
- Deutsche Bank (2017), *Focus Germany*, 6 April.
- Deutsche Bundesbank (2011), *Germany's external position against the background of increasing economic policy surveillance*, Monthly Report, October.
- Deutsche Bundesbank (2016), *The international spillover effects of an expansion of public investment in Germany*, Monthly Report, August.
- Draghi M. (2014), *Unemployment in the Euro Area*. Address at the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, August 22.
- Dullien S. (2012), *A European unemployment insurance as a stabilization device – selected issues*, paper prepared for the Seminar 'EU level economic stabilisers', European Commission, Directorate-General Employment, Social Affairs & Inclusion.
- EC (2014a), *Cross-border spillovers in the euro area*, Quarterly Report on the Euro Area, 13(4), 7-22.

- EC (2014b), *Macroeconomic imbalances Germany 2014*, European Economy, Occasional Papers 174, March.
- EC (2015), *Report on Public Finances in EMU 2015*, Institutional Paper 14, December.
- EC (2016a), *The 2016 Stability and Convergence Programmes, An Overview and Implications for the Euro Area Fiscal Stance*, Institutional Paper 34, September.
- EC (2016b), *Towards a positive fiscal stance for the euro area*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 16 November.
- EC (2016c), *The policy mix, when monetary policy is constrained at the zero lower bound*, Quarterly Report on the Euro Area, 15(3), 19-28.
- EC (2016d), *Report on Public Finances in EMU 2016*, Institutional Paper 45, December.
- EC (2016e), *Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes*, 5 July.
- EC (2017a), *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact, 2017 Edition*, Institutional Paper 052, March.
- EC (2017b), *The euro area fiscal stance and the policy mix: challenges and trade-offs*, Presentation at EIU, 2 March.
- EC (2017c), *An Overview of the 2017 Stability and Convergence Programmes and an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance for 2018*, Institutional Paper 059, July.
- EC (2017d), *Country Report Germany 2017 Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, staff working document, SWD(2017) 71 final, 22 February.
- EC (2017e), *Discussienota over de verdieping van de economische en monetaire unie*, Com (2017) 291, 31 mei.
- ECB (2012), 'The role of fiscal multipliers in the current consolidation debate', *Monthly Bulletin*, December, 82-85.
- ECB (2016a), 'The euro area fiscal stance', *Economic Bulletin*, Issue 4, 68-67.
- ECB (2016b), 'Public investment in Europe', *Economic Bulletin*, Issue 2, 1-14.
- ECB (2017), 'The impact of global value chain participation on current account balances', *Economic Bulletin*, Issue 2.
- Eggertsson G. en M. Woodford. (2004), *Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Liquidity Trap*, NBER, Working Paper 10840.
- European Fiscal Board (2017), *Assessment of the prospective fiscal stance appropriate for the euro area*, 20 June.
- European Parliament (2017), *The euro area fiscal stance*, Briefing, 23 January.
- Europese Raad (2017), *Aanbeveling van de Raad over het economisch beleid van de Eurozone*, 21 maart.
- Eyraud L., V. Gaspar en T. Poghosyan (2017), *Fiscal Politics in the Euro Area*, IMF Working Paper WP/17/18, January.
- Fatas A. en L.H. Summers (2016), *The permanent effects of fiscal consolidations*, NBER, Working Paper 22374.
- Feldstein (2016), 'The future of fiscal policy, in Progress and confusion – The State of macroeconomic policy', edited by Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff and L. H. Summers, The MIT press, Cambridge, Massachusetts, 177-181.

- Fisher, I. (1933), 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions', *Econometrica*, Vol. 4, 337-357.
- Giavazzi F. (2016), *Euro-area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy*, Provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, September.
- Hebous S. en T. Zimmerman (2013), 'Estimating the effects of coordinated fiscal actions in the euro area', *European Economic Review*, vol. 58, 110-121.
- Herzer D. en M. Schrooten (2007), 'Outward FDI and domestic investment in two industrialized countries', *Economic Letters*, 99(1), 139-143.
- IMF (2013), *Multi-country report, German-Central European supply chain-cluster report*, IMF Country Report 13/263, August.
- IMF (2015), *Monetary Policy and financial stability*, Staff policy report, August.
- IMF (2016), *Euro area policies*, Staff Report for the 2016 Article IV Consultation with Member Countries, July.
- IMF (2017a), *Euro area policies*, Staff Report for the 2017 Article IV Consultation with Member Countries, July.
- IMF (2017b), *The Euro Zone: What's Next*, Speech by Poul Thomsen, Director of the European Department, 28 September.
- IMF (2017c), *2017 External Sector Report*, Policy Paper, July.
- IMF (2017d), *Germany 2017 Article IV consultation – Staff report*, IMF Country Report 17/192, July.
- IMF (2017e), *Germany, Selected issues*, IMF Country Report 17/193, July.
- IMF (2017f), *World Economic Outlook*, October.
- In't Veld J. (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core*, European Economy Economic Papers 506, October.
- in't Veld J. (2016), *Public Investment Stimulus in Surplus Countries and their Euro Area Spillovers*, European Commission Economic Brief 016, August.
- Juncker J.-C. (2017), *Discours sur l'état de l'Union 2017*, discours donné devant le Parlement européen à Strasbourg, 13 septembre.
- Keynes J.-M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.
- Kolerus C., I. Koske en F. Hüfner (2012), *Selected aspects of household savings in Germany, evidence from micro-data*, OECD Economics Department Working Papers 999, November.
- Kollmann R., M. Ratto, W. Roeger, J. in 't Veld en L. Vogel (2014), *What drives the German current account? And how does it affect other EU member states?*, European Economy, Economic Papers 516, April.
- Melyn W., L. Van Meensel en S. Van Parys (2015), 'Europees governancekader inzake overheidsfinanciën: toelichting en evaluatie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 81-108.
- Melyn W., R. Schoonackers, P. Stinglhamber en L. Van Meensel (2016), 'Moeten de overheidsinvesteringen worden gestimuleerd?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 105-121.

- Melyn W., L. Van Meensel en S. Van Parys (2016), 'De houdbaarheid van de overheidsfinanciën in het licht van de vergrijzing', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 95-112.
- Mourre G., C. Astarita en S. Prince (2014), *Adjusting the budget balance for the business cycle: the EU methodology*, European Commission, Economic Papers 536, November.
- National Institute of Economic Research (NIER) (2008), *The NIER's Conceptual Framework for Fiscal policy*, Occasional Studies 16, March.
- OECD (2016), *Making public finances more growth and equity-friendly*, OECD Economic Surveys: Euro Area, June.
- OECD (2017a), *Economic Outlook*, May.
- OECD (2017b), *Germany Economic forecast summary*, June.
- Orphanides A. (2017), *The Fiscal-Monetary Policy Mix in the Euro Area: Challenges at the Zero Lower Bound*, European Commission, Discussion paper 060, July.
- Poghosyan T. (2017), *Cross-country spillovers of fiscal consolidations in the Euro area*, IMF Working Paper WP/17/140.
- Raad van de EU (2017), *Aanbeveling van de Raad van 11 juli 2017 over het nationale hervormingsprogramma 2017 van Duitsland en met een advies van de Raad over het stabiliteitsprogramma 2017 van Duitsland (2017/C 261/05)*, Publicatieblad van de Europese Unie, C261/18, 9 augustus.
- Taylor J. (1993), 'Discretion Versus Policy Rules in Practice', *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Turrini A. (2008), *Fiscal policy and the cycle in the Euro Area: the role of government revenue and expenditure*, European Commission, Economic papers 323, May.
- Viñals J. (2016), 'Monetary policy in the future – Introduction to the monetary policy section', in *Progress and confusion – The State of macroeconomic policy*, edited by Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff and L. H. Summers, The MIT press, Cambridge, Massachusetts, 121-127.

Groeien om te overleven ?

Een portret van de snel groeiende jonge ondernemingen in België

J. De Mulder
H. Godefroid
C. Swartenbroekx^(*)

Inleiding

Tegen de achtergrond van een beperkte potentiële groei is het belangrijk om inzicht te verwerven in de factoren die de ontwikkeling van jonge ondernemingen bevorderen of belemmeren. Dat geldt in het bijzonder voor de factoren die de opkomst stimuleren van bedrijven die in de literatuur 'gazellen' worden genoemd: dat zijn jonge ondernemingen die tijdens de eerste jaren van hun bestaan een forse groei laten optekenen. Die gazellen spelen vaak een voortrekkersrol bij het gebruik van nieuwe technologieën en/of de ontwikkeling van nieuwe activiteitsmodellen, en hun groei levert een aanzienlijke bijdrage aan de banencreatie. Het aanmoedigen van de ontwikkeling van jonge ondernemingen kan ook positieve overloopeffecten hebben voor de Belgische economie als geheel. In dit artikel worden derhalve de ontwikkelingskenmerken van jonge ondernemingen in België geanalyseerd (tot het vijfde jaar van hun bestaan). Daartoe worden verscheidene bronnen van micro-economische gegevens gebruikt.

Dit artikel bestaat uit vier hoofdstukken. Het eerste hoofdstuk bevat een overzicht van de literatuur over de groei van jonge ondernemingen. Het beschikbare cijfermateriaal wordt gebruikt om de situatie in België te vergelijken met die in andere Europese landen. In het tweede hoofdstuk wordt gedefinieerd wat in dit artikel

wordt bedoeld met een snel groeiende onderneming en wordt de gehanteerde methode verduidelijkt. In het derde hoofdstuk wordt vervolgens de populatie van snel groeiende ondernemingen in kaart gebracht, met onder meer aandacht voor hun geografische ligging en voor de uitsplitsing naar bedrijfstak. In het vierde hoofdstuk worden een aantal kenmerken van snel groeiende ondernemingen geschetst, bijvoorbeeld met betrekking tot hun nationale en internationale handelsrelaties en hun werkgelegenheidsstructuur. Tot slot volgen de voornaamste conclusies en enkele beleidsaanbevelingen.

1. Overzicht van de literatuur

1.1 Snel groeiende kleine en jonge ondernemingen

Volgens Gibrat (1931) is de groei (van de werkgelegenheid) van een onderneming een willekeurig en onvoorspelbaar fenomeen dat bijgevolg geen verband vertoont met de oorspronkelijke omvang (of leeftijd) van de onderneming. In dat opzicht lijkt het niet relevant de kenmerken van snel groeiende ondernemingen te willen bepalen. Diverse latere studies wijzen er echter op dat deze 'wet van Gibrat' niet geldt voor kleine en/of jonge ondernemingen.

Uit de eerste empirische analyses van Birch (1979, 1981) blijkt dat kleine ondernemingen in de Verenigde Staten een meer dan proportionele bijdrage leveren aan de banencreatie (grote mature ondernemingen zijn met andere woorden niet de voornaamste bron van nieuwe werkgelegenheid). Sindsdien zijn de analyses over de

^(*) De auteurs danken E. Dhyne voor zijn expertise inzake het gebruik en de analyse van micro-economische databanken.

groeidynamiek van ondernemingen uitgebreid naar andere landen en kenmerken. Haltiwanger *et al.* (2013) toonde aan dat vooral jonge ondernemingen in hoge mate bijdragen aan de nettobanencreatie. Het omgekeerd evenredig verband tussen omvang en nettobanencreatie kan worden verklaard doordat de meeste van die jonge bedrijven klein zijn. Als ze blijven bestaan, groeien ze sterker dan de reeds gevestigde ondernemingen. Maar ook de kans dat ze de markt verlaten, is groter, en de daaruit voortvloeiende banenvernietiging valt verhoudingsgewijs ook groter uit, wat betekent dat jonge ondernemingen moeten groeien om te overleven ('up-or-out').

Uit de internationale analyses van diverse auteurs blijkt dat de demografische kenmerken van snel groeiende ondernemingen verband houden met hun leeftijd, hun omvang en de bedrijfstak waarin ze werkzaam zijn. Ondanks de uiteenlopende definities van snel groeiende ondernemingen, stemmen de studies waarin de kenmerken van die bedrijven worden onderzocht op vier punten overeen: snel groeiende bedrijven maken een klein deel van de ondernemingen uit; die minderheid zorgt voor het grootste deel van de banencreatie in de ontwikkelde landen; het gaat meestal om jonge ondernemingen; die bedrijven zijn, in tegenstelling tot wat kan worden verwacht, niet oververtegenwoordigd in de technologische bedrijfstakken, maar wel goed vertegenwoordigd in alle bedrijfstakken van de economie (Coad en Moreno, 2015). Ongeacht de definitie die wordt gehanteerd om de subpopulatie van snel groeiende ondernemingen af te zonderen, zijn kennisintensieve bedrijven er veeleer oververtegenwoordigd dan technologie-intensieve ondernemingen. Dit wijst erop dat vooral het menselijk kapitaal van belang is voor de opkomst van deze ondernemingen (Daunfeldt, Elert en Johansson, 2015). Uit de over verschillende periodes uitgevoerde analyses blijkt ook dat deze ondernemingen het moeilijk hebben om een sterke groei te blijven realiseren (Daunfeldt en Halvarsson, 2014). Aangezien snel groeiende ondernemingen van nature een onzeker fenomeen zijn, waardoor ze moeilijk vooraf kunnen worden geïdentificeerd, is de invoering van gerichte economischbeleidslijnen ter ondersteuning van die bedrijven een delicate zaak (Hözl, 2016).

1.2 Situatie in België

Er bestaat geen eenduidige definitie voor snel groeiende jonge ondernemingen of 'gazellen'. Op internationaal niveau wordt echter meestal de definitie van Eurostat en de OESO gehanteerd (OECD, 2007). Volgens die definitie gaat het om ondernemingen van hoogstens vijf jaar oud met aan het begin van de observatieperiode ten minste tien werknemers en die over een periode van drie jaar een

geannualiseerde groei van meer dan 20% laten optekenen (die groei wordt gemeten op basis van de werkgelegenheid of de omzet). Als aanvulling daarop en op basis van dezelfde criteria is een matig groeiende onderneming een bedrijf waarvan de groei op jaarbasis tussen 10 en 20% uitkomt.

Er moet worden opgemerkt dat de werkgelegenheid en de omzet zich niet noodzakelijk verhoudingsgewijs ontwikkelen en verschillende groeiprofielen kunnen vertonen, aangezien de groei van de bedrijvigheid gepaard kan gaan met een hogere productiviteit. Zo kan een toename van de verkoop voorafgaan aan een min of meer proportionele stijging van de werkgelegenheid, of kan een onderneming met een snel groeiende omzet innoveren (op technisch, bestuurlijk of organisatorisch vlak) waardoor de werkgelegenheidsintensiteit van haar activiteitsgroei wordt gedrukt (Davidsson *et al.*, 2005).

In 2014 maakten de snel groeiende ondernemingen (gemeten aan de hand van de werkgelegenheid en zonder leeftijdsbeperking) in België 8% uit van de bedrijven met meer dan tien werknemers (tegen 9,2% voor de hele EU) en 0,4% van de volledige ondernemingspopulatie (Mignon, 2017). Iets minder dan een derde van die bedrijven bestaat uit jonge ondernemingen. Een snelle groei is dus niet alleen voor jonge ondernemingen weggelegd.

Een sterke groei weerspiegelt overigens niet altijd louter interne groei; hij kan ook voortvloeien uit fusies of overnames. Uit een studie van het Federaal Planbureau (Dumont *et al.*, 2017) over de periode 2002-2014 in België blijkt dat gemiddeld 4,7% van de snel groeiende ondernemingen in een van de drie voorgaande jaren betrokken waren bij een fusie of een overname. Daarvan betrof 0,23% snel groeiende jonge ondernemingen die werden overgenomen en 0,25% 'overnemende' jonge ondernemingen. De groei van snel groeiende jonge ondernemingen als gevolg van overnames betreft dus slechts een zeer klein percentage van de populatie jonge ondernemingen.

1.3 Internationale perspectieven

Een grondige en vergelijkende studie van de ondernemingsdynamiek in diverse landen van de OESO (Crisuolo *et al.*, 2014) bevestigt dat niet zozeer de kleine, maar veeleer de jonge ondernemingen (van minder dan vijf jaar oud) een meer dan proportionele bijdrage leveren aan de dynamiek van de werkgelegenheid. Ze creëren banen bij hun intrede op de markt en vernietigen jobs in geval van faillissement (extensieve marge) en ze creëren en/of vernietigen intern banen in het kader van de

bedrijfsvoering (intensieve marge). De nettosom van deze stromen is positief voor de ondernemingen van minder dan vijf jaar oud. Uit de analyses van de OESO (Criscuolo *et al.*, 2014; Calvino *et al.*, 2015) die betrekking hebben op een steekproef van achttien landen, blijkt dat jonge bedrijven een bron zijn van nettobanencreatie (ze staan gemiddeld in voor 17% van de banen, maar zijn goed voor 41% van de gecreëerde banen). Tijdens de crisis werden de nieuwe ondernemingen zwaarder getroffen dan de gevestigde bedrijven. Van 2002 tot 2011 daalde hun aandeel in de totale werkgelegenheid van 1,8% tot 1,2%. Die kwetsbaarheid is belangrijk aangezien jonge ondernemingen voor nettobanencreatie zorgen, de groei van de productiviteit ondersteunen en bijdragen aan de verspreiding van innovatie binnen het economisch weefsel (Dumont en Kegels, 2016).

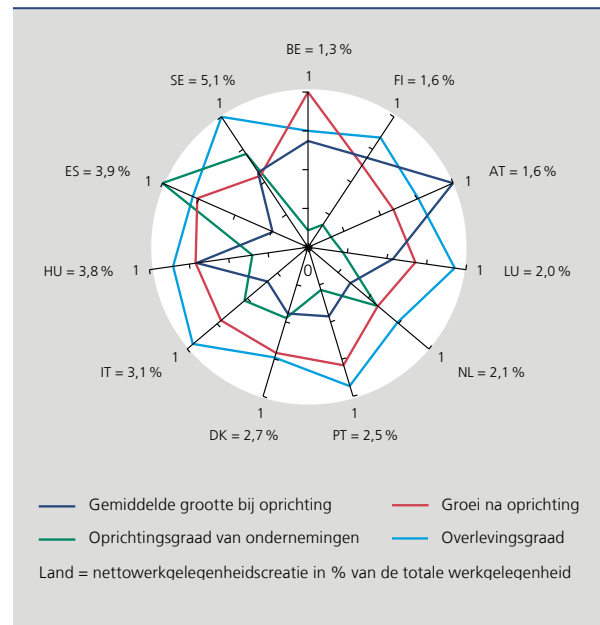
Calvino *et al.* (2015) beoordelen de bijdrage van jonge ondernemingen aan de nettobanencreatie aan de hand van de verhouding tussen de totale werkgelegenheid van de overlevende bedrijven aan het einde van het derde jaar van hun bestaan en de initiële totale werkgelegenheid. Die bijdrage verschilt sterk van land tot land, van 5,1% in Zweden tot 1,3% in België, waar dat percentage het laagst ligt. Dat cijfer kan worden uitgesplitst in vier componenten⁽¹⁾:

- de oprichtingsgraad van ondernemingen (die wordt gedefinieerd als de verhouding tussen het aantal opgerichte ondernemingen en de oorspronkelijke totale werkgelegenheid) weerspiegelt het relatieve belang van ondernemerschap in de economie;
- de gemiddelde grootte van de gecreëerde ondernemingen (stemt overeen met het gemiddelde aantal werknemers van de nieuwe ondernemingen);
- de overlevingsgraad van nieuwe bedrijven na drie jaar (wordt gedefinieerd als de verhouding tussen het aantal overlevende ondernemingen na drie jaar en het totaal aantal opgerichte ondernemingen)⁽²⁾;
- en de groei van de werkgelegenheid na de oprichting (stemt overeen met de verhouding tussen de werkgelegenheid van de overlevende jonge ondernemingen), die verband houdt met het groeipotentieel en de resultaten van de ondernemingen.

De dynamiek van jonge ondernemingen vertoont grote verschillen naargelang van het land en de vier componenten, die elkaar op verschillende wijze beïnvloeden. De oprichtingsgraad van ondernemingen en de gemiddelde grootte bij oprichting lopen sterk uiteen tussen de landen en compenseren elkaar vaak. Zo is de oprichtingsgraad in Spanje hoog, maar de gemiddelde omvang klein; in Oostenrijk geldt het omgekeerde.

GRAFIEK 1 UITSPLOTTING VAN DE NETTOBANENCREATIE DOOR JONGE ONDERNEMINGEN

(ondernemingen met hoogstens 50 werknemers die na drie jaar overleven, genormaliseerde schaal voor elke component ten opzichte van de maximumwaarde van die component in de geanalyseerde landen)



Bronnen: Calvino *et al.* (2015) en eigen berekeningen.

De overlevingsgraad en de groei na oprichting zijn daarentegen meer vergelijkbaar tussen de landen. Tijdens de eerste bedrijfsjaren vindt de selectie plaats en lijkt de banencreatie het grootst. Gemiddeld beschouwd, is de kans dat een onderneming de markt verlaat, het grootst tussen het tweede en derde jaar van haar bestaan. De grote meerderheid van de overlevende ondernemingen groeit niet, maar de jonge ondernemingen die overleven, zorgen voor een meer dan proportionele banencreatie.

(1) Nettobanencreatie door jonge ondernemingen

$$= \frac{E_{t+3}^{surv}}{E_t} = \frac{E_{t+3}^{surv}}{E_t^{surv}} \times \frac{E_t^{surv}}{N_t^{surv}} \times \frac{N_t^{surv}}{N_t} \times \frac{N_t}{E_t}$$

waarbij E = werkgelegenheid, N = aantal ondernemingen en $surv$ = overlevende ondernemingen
 = (groei na oprichting) x (gemiddelde grootte bij oprichting) x (overlevingsgraad in t+3) x (oprichtingsgraad van ondernemingen in t).

(2) De interpretatie van de overlevingsgraad na drie jaar van nieuwe ondernemingen is vrij delicaat. Een hoge overlevingsgraad wijst immers niet noodzakelijk op een optimale dynamiek van de ondernemingspopulatie. Een hoge ratio kan een markt weerspiegelen met weinig concurrentie waarin elk jaar weinig ondernemingen worden opgericht, maar die er wel gemakkelijk kunnen overleven, of van een situatie waarin middelen suboptimaal worden toegekend aan jonge maar inefficiënte ondernemingen die de markt zouden moeten verlaten, maar die erin slagen beslag te blijven leggen op de middelen die ze nodig hebben om te overleven, ten nadele van potentiële toetreders of andere bestaande ondernemingen. Een lage ratio kan dan weer een zeer dynamisch ondernemingsoprichtingsproces weerspiegelen in een markt met veel concurrentie, waardoor middelen optimaal worden toegekend aan de best presterende (nieuwe) ondernemingen en tegelijkertijd tal van minder goed presterende jonge ondernemingen de markt snel verlaten.

In België wordt een bijzonder hoge groei na oprichting opgetekend, maar die is onvoldoende om de zeer lage oprichtingsgraad te compenseren. Deze laatste is te wijten aan de zeer gebrekkige ondernemerscultuur en de risicoaversie, die hier groter is dan in de andere landen van de EU15 (De Mulder en Godefroid, 2016).

In aansluiting op de werkzaamheden van de OESO heeft het Federaal Planbureau geanalyseerd welke rol jonge ondernemingen spelen in de banencreatie en in het verloop van de industriële productiviteit in België (Dumont en Kegels, 2016). Zowel het aantal startende ondernemingen als het aantal uittrekkende bedrijven is gering. Dit laatste cijfer is zelfs nog kleiner dan het eerste, waardoor het aantal actieve ondernemingen tussen 2008 en 2013 structureel toenam. Sinds het begin van het millennium hebben Belgische ondernemingen voor een nettobanencreatie gezorgd doordat de groei in de dienstenactiviteiten voldoende krachtig was om het verlies aan werkgelegenheid in de verwerkende nijverheid te compenseren.

1.4 Determinanten van de groei

Een ander deel van de literatuur betreft de analyse van een aantal mogelijke factoren die bepalend zijn voor de groei van ondernemingen. In deze studies wordt verwezen naar, enerzijds, de kenmerken van ondernemers en de verschillende gehanteerde strategieën en, anderzijds, externe factoren zoals het ondernemingsklimaat en het regelgevend kader.

Wat de ondernemerskenmerken betreft, hebben de meeste studies een positieve invloed aangetoond van de motivatie, het scholingsniveau, de bestuurservaring en het aantal oprichters. De groei wordt daarentegen veeleer negatief beïnvloed indien de onderneming wordt opgericht na een periode van werkloosheid. Andere factoren zoals het geslacht, de leeftijd of de etnische afkomst van de ondernemer blijken dan weer geen significante invloed te hebben op de resultaten van de onderneming. Voorts blijkt een proactief, innovatief en risicobereid ondernemerschap gunstig te zijn voor de groei (Storey, 1994; In: Davidsson *et al.*, 2005).

De (sterke) groei van de ondernemingen kan door een groot aantal factoren positief worden beïnvloed. Wat innovatie betreft, is de groei bij innoverende ondernemingen dubbel zo groot (wat het aantal banen en de omzet betreft) als bij niet-innoverende ondernemingen (Nesta, 2009). Dit betekent echter niet dat snel groeiende ondernemingen zich vooral in de innoverende bedrijfstakken bevinden. Een innoverende strategie op zich is

onvoldoende: ze moet worden omgezet in nieuwe producten, en de invloed van procesinnovatie op het aantal banen is onbekend (OECD, 2010). In de meeste analyses wordt voor de snel groeiende ondernemingen evenwel een positief verband aangehaald tussen productinnovatie en de omzet en groei van de werkgelegenheid (Coad en Moreno, 2015).

In een klein land gevestigde ondernemingen hebben er belang bij een exportstrategie te bepalen aangezien zulks hun afzetmarkt en hun groeiperspectieven vergroot. De gevolgen voor de groei zijn echter afhankelijk van de middelen die kunnen worden ingezet om zich internationaal te ontplooiën, wat voor jonge ondernemingen problematisch kan zijn gelet op hun (geringe) omvang en hun beperkte (minder gediversifieerde) middelen. Samen met de scherpe(re) internationale concurrentie bevordert dit een differentiatie strategie die ondernemingen ertoe aanzet zich toe te spitsen op de goederen en diensten die voldoen aan de specifieke verwachtingen van de klanten (Davidsson *et al.*, 2005).

Snel groeiende ondernemingen kunnen hun veerkracht vergroten door samenwerkingsovereenkomsten af te sluiten en door, meer in het algemeen, deel te nemen aan verschillende netwerken van contacten (networking), zowel binnen hun bedrijfstak als met klanten, leveranciers, distributeurs (indien ze zich internationaal ontwikkelen) of onderzoekscentra (OECD, 2010).

Ook de toegang tot financiering wordt vaak vermeld als een hinderpaal voor de oprichting en de ontwikkeling van nieuwe activiteiten/ondernemingen. Jonge ondernemingen hebben vaak te kampen met moral hazard en adverse selection als gevolg van asymmetrische informatie op de kapitaalmarkt (ze hebben per definitie geen kredietverleden) en omdat ze niet beschikken over waarborgen voor leningen (Calvino *et al.*, 2016).

Hoewel de groei van jonge ondernemingen gedeeltelijk steunt op het ondernemerschap van de oprichters, wordt de groeidynamiek ook beïnvloed door het ondernemingsklimaat waarin die bedrijven zich ontwikkelen alsook door de mogelijke belemmeringen waarmee ze worden geconfronteerd. In dat opzicht kunnen de verschillen qua ondernemingsdynamiek ook in verband worden gebracht met de nationale beleidsmaatregelen ten gunste van jonge ondernemingen en met het betreffende regelgevend kader. Het gaat bijvoorbeeld om de voorwaarden voor de toegang tot de goederen- en dienstenmarkt, voor financiering of voor verdwijning (in overeenstemming met de wetgeving inzake faillissementen). Calvino *et al.* (2016) maken een onderscheid tussen de gevolgen van die nationale beleidsmaatregelen voor jonge en voor gevestigde

ondernemingen. Zeer jonge ondernemingen (minder dan twee jaar activiteit) worden met name systematisch sterker beïnvloed door de nationale economische omgeving en door het regelgevend kader dan mature bedrijven. Doordat ze kleiner zijn, is het voor hen immers moeilijker dan voor grote ondernemingen om hun omgeving te beïnvloeden.

2. Snel groeiende jonge ondernemingen in België

2.1 Definitie

In het vervolg van dit artikel worden de resultaten voorgesteld van de eigen analyse van Belgische ondernemingsgegevens. Het spreekt vanzelf dat de resultaten inzake het aantal snel groeiende ondernemingen, maar ook inzake de kenmerken van die ondernemingen, sterk afhangen van de gehanteerde definitie. Een te ruime definitie betekent immers dat té veel bedrijven als snel groeiend worden beschouwd, waardoor het zinloos wordt om op zoek te gaan naar onderscheidende factoren. Volgens een te strikte definitie zou dan weer een te beperkt aantal ondernemingen in aanmerking komen, waarvan de kenmerken mogelijk niet echt representatief zijn.

De definitie die ter zake door Eurostat en de OESO wordt gebruikt (cf. supra), heeft als vertrekpunt gediend. Voor onze analyse vertoont die definitie echter een aantal onvolkomenheden. Initieel kleine ondernemingen (minder dan tien werknemers) kunnen bijvoorbeeld nooit als snel groeiend worden beschouwd, wat vooral voor België, een land van kmo's, een zware beperking impliceert. Het werd derhalve nuttig geacht deze definitie aan te passen en aan te vullen (zie Bijlage 1 voor een grondiger bespreking van de gebruikte methodologie).

In dit artikel worden jonge ondernemingen als snel groeiend (gazellen) beschouwd:

- wat werkgelegenheid betreft, als ze:
 - bij de aanvang van de observatieperiode minstens tien werknemers tellen en gedurende de eerste vijf jaar van hun bestaan over een periode van drie jaar een geannualiseerde werkgelegenheids groei van meer dan 20% laten optekenen;
 - of
 - bij de aanvang van de observatieperiode minder dan tien werknemers tellen en hun personeelsbestand gedurende de eerste vijf jaar van hun bestaan over een periode van drie jaar met minstens zeven werknemers toeneemt;

of

– wat omzet betreft, als ze:

- bij de aanvang van de observatieperiode minstens € 2 miljoen omzet realiseren en ze gedurende de eerste vijf jaar van hun bestaan over een periode van drie jaar een geannualiseerde omzetgroei van meer dan 20% laten optekenen;
- of
- bij de aanvang van de observatieperiode minder dan € 2 miljoen omzet realiseren en hun omzet gedurende de eerste vijf jaar van hun bestaan over een periode van drie jaar met minstens € 1,4 miljoen toeneemt.

Op basis van deze definitie kunnen ondernemingen met uiteenlopende groeiprofielen (toename van enkel de omzet; toename van enkel de werkgelegenheid; of toename van zowel de omzet als de werkgelegenheid) als snel groeiend worden bestempeld. Er worden dezelfde criteria gebruikt voor groei inzake werkgelegenheid of voor groei inzake omzet. Die criteria zijn onderling coherent voor ondernemingen die net niet of net wél de gebruikte drempelwaarden bereiken (tien werknemers of € 2 miljoen omzet): de vereiste groei met zeven werknemers of met € 1,4 miljoen omzet over een periode van drie jaar stemt immers overeen met de absolute verandering die impliciet vereist is bij een onderneming die net de gebruikte drempelwaarde heeft bereikt.

Om de resultaten en kenmerken van de jonge, snel groeiende ondernemingen te kunnen evalueren, worden ze om te beginnen vergeleken met die van de matig groeiende jonge ondernemingen. Dat zijn de bedrijven die, gemeten aan de hand van dezelfde methodologie, ietwat trager groeien dan de snel groeiende ondernemingen, namelijk met jaarlijks 10 à 20% (of het equivalent ervan). Een tweede referentiegroep zijn alle overige jonge bedrijven. Bij die twee controlegroepen gaat het aldus om ondernemingen die even oud zijn als de gazellen, maar een tragere groei lieten optekenen. Een laatste referentiegroep bestaat uit de mature ondernemingen, dat zijn alle bedrijven (ongeacht hun groei) die minstens tien jaar ouder zijn dan de beschouwde jonge ondernemingen.

De databank betreft de Belgische ondernemingen die bij de Nationale Bank van België een jaarrekening neerleggen; ze bevat gegevens voor de periode 1996-2014. Aangezien de eerste vijf jaar van hun bestaan wordt bekeken, werden de beschouwde jonge ondernemingen opgericht tijdens de periode 1995-2009. De gegevens van de jaarrekeningen werden gecombineerd met de van de Statistiek Buitenlandse Handel afkomstige invoer- en uitvoergegevens van die bedrijven.

De analyse heeft enkel betrekking op 'autonome' ondernemingen. De resultaten van ondernemingen die deel uitmaken van een multinationale of een Belgische groep kunnen immers, meer nog dan met hun eigen kenmerken, te maken hebben met het feit dat verkopen en/of werkgelegenheid tussen bedrijven van eenzelfde groep verschoven kunnen worden. Voorts spitst de analyse zich toe op de ondernemingen uit de private sector. De niet-marktdiensten werden derhalve uit de databank geweerd. Vanwege hun specifieke kenmerken werden ook de landbouw, de productie en distributie van elektriciteit, gas en water, en de financiële activiteiten uitgesloten.

2.2 Resultaten

Van de in totaal zowat 215 000 autonome ondernemingen die over de periode 1995-2009 werden opgericht, waren er na vijf jaar nog bijna 180 000 actief (dat is ongeveer 83 %). Daarvan waren er in totaal 6 133 snelle groeiers, dat is 3,4 % van de nog actieve bedrijven. Daarnaast was 6 % van die populatie matig groeiend. In 91 % van de overlevende bedrijven bleef de jaarlijkse gemiddelde groei dus onder de 10 %.

Beschouwt men de gegevens op jaarbasis, dan zijn er over de vermelde periode jaarlijks gemiddeld iets meer dan 14 000 autonome ondernemingen opgericht. Eerst

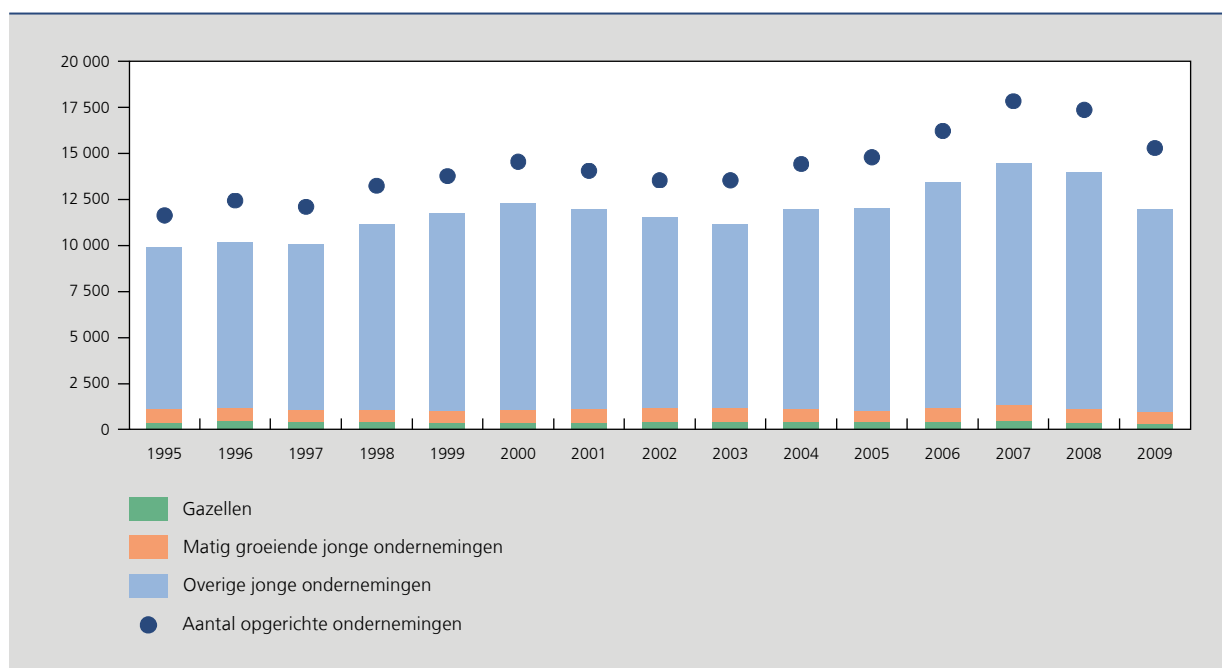
verliep de trendmatige beweging opwaarts: in 1995 werden ongeveer 11 600 bedrijven opgericht, in 2007 was dat reeds om en nabij 17 800. Nadien zorgde de economische crisis ervoor dat het aantal opgestarte ondernemingen terugliep. Van de tussen 1995 en 2009 opgerichte (en overlevende) ondernemingen kunnen er jaarlijks gemiddeld zowat 400 als snel groeiend worden beschouwd.

Van de 6 133 gazellen realiseerde ongeveer de helft de vereiste toename van de werkgelegenheid. Snel groeiende ondernemingen blijken derhalve ook in hoge mate werkgelegenheid te creëren. 82 % van de snelle groeiers werd geselecteerd op basis van de omzetsijging⁽¹⁾. Het grotere aandeel van deze laatste heeft met een aantal factoren te maken, bijvoorbeeld met het boeken van productiviteitswinsten. Ook het feit dat de werkgelegenheid, in tegenstelling tot de omzet, enkel stapsgewijs kan worden aangepast, speelt een rol: het personeelsbestand wordt immers vaak pas uitgebreid als de bedrijvigheid voldoende toegenomen is om een extra werknemer in dienst te nemen.

Slechts ongeveer 29 % van de gazellen werd geïdentificeerd nadat ze initieel boven (een van) de drempelwaarden uitkwamen. Maar liefst 83 % van de snelle groeiers

(1) De som van beide is groter dan 100 % aangezien een deel van de ondernemingen zowel qua werkgelegenheid als qua omzet de vereiste groei liet optekenen.

GRAFIEK 2 JONGE ONDERNEMINGEN IN BELGIË: OPRICHTINGEN, OVERLEVERS NA VIJF JAAR EN HUN GROEI
(autonome ondernemingen die werden opgericht tussen 1995 en 2009)



Bron: NBB.

werd geselecteerd op basis van de gebruikte criteria onder de drempelwaarden⁽¹⁾. Die resultaten wijzen, zoals ingeschat, op het grote belang van kleinere ondernemingen in de Belgische economie en, derhalve, op het nut van de uitbreiding van de gebruikte definitie, waardoor het panel van snel groeiende bedrijven aanzienlijk werd uitgebreid.

3. Cartografie van de gazellen

Om de snel groeiende ondernemingen in kaart te brengen, worden een aantal van hun specifieke kenmerken vergeleken met die van twee andere groepen van jonge ondernemingen en met die van de mature bedrijven. De resultaten van die vergelijking zijn louter descriptief. Aangezien niet wordt gecorrigeerd voor andere beïnvloedende factoren, mag de verkregen bilaterale samenhang immers niet worden geïnterpreteerd alsof er een direct verband zou bestaan tussen de betreffende variabele en de snelle groei van een onderneming, laat staan dat een uitspraak kan worden gedaan over een eventueel oorzakelijk verband.

3.1 Waar bevinden ze zich?

Eerst wordt nagegaan waar de gazellen gevestigd zijn. Uit de verdeling volgens gewest blijkt dat tijdens de onderzochte periode 61 % van die bedrijven hun hoofdkantoor in Vlaanderen hadden, 24 % in Wallonië en 15 % in Brussel.

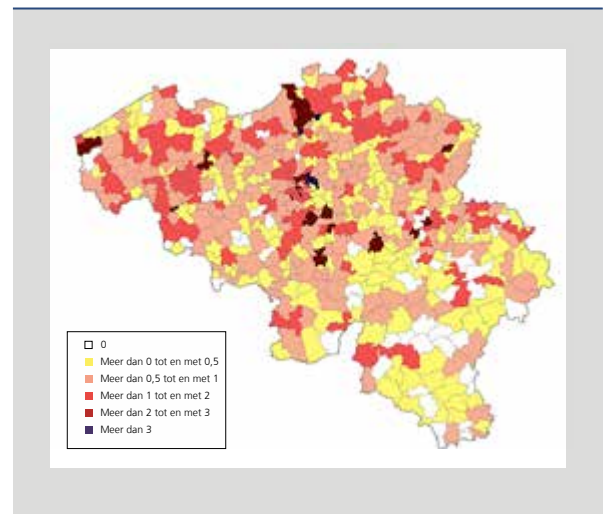
Voor een nauwkeuriger analyse werden de gegevens op gemeenteniveau onder de loep genomen teneinde na te gaan of de gazellen vaker voorkomen in bepaalde economische zones (clusters). Logischerwijs is de kans uiteraard groter dat een (snel groeiende) onderneming in grotere gemeenten wordt opgericht. Om daarvoor te corrigeren, werd het totale aantal snel groeiende bedrijven per gemeente uitgedrukt in verhouding tot de bevolking op arbeidsleeftijd (18 tot 64 jaar) in de betreffende gemeente. Uit de resultaten daarvan blijkt om te beginnen dat de meeste snel groeiende ondernemingen worden opgericht in Vlaanderen en (rond) Brussel. De regio's Antwerpen (met de haven) en Brussel zijn kennelijk economische clusters. In het geval van Brussel kan de nabijheid van de nationale luchthaven een rol spelen, aangezien Machelen en Zaventem de gemeenten zijn met de hoogste concentratie van dergelijke bedrijven.

Andere potentieel interessante informatie betreft de uitsplitsing naar grote bedrijfstak. In overeenstemming met de

(1) Er zijn opnieuw overlappings mogelijk, waarbij bijvoorbeeld ondernemingen zich aan het begin van de eerste driejaarlijkse subperiode onder de drempelwaarden bevinden en het jaar nadien – aan het begin van de tweede subperiode – boven die ondergrens uitkomen.

GRAFIEK 3 GEOGRAFISCHE SITUERING VOLGENS GEMEENTE

(autonome ondernemingen die werden opgericht tussen 1995 en 2009 per duizend inwoners van 18 tot 64 jaar)



Bron: NBB.

literatuur blijkt dat de gazellen in zeer diverse branches actief zijn. Driekwart van de jonge, snel groeiende bedrijven leveren marktdiensten; het grootste deel daarvan (38 %) betreft de (groot- en klein-)handel en 17 % de diensten aan bedrijven en de administratieve dienstverlening. Ook ongeveer 17 % van de gazellen is actief in de bouwnijverheid, en zowat 9 % in de verwerkende nijverheid.

Worden de mature ondernemingen als referentie gebruikt voor het gemiddelde aandeel van de bedrijfstakken in de economie, dan blijken de snel groeiende bedrijven iets vaker actief te zijn in de bouwnijverheid en iets minder frequent in de marktdiensten. Binnen die marktdiensten zijn de snelle groeiers echter relatief vaker actief in de handel (meer bepaald in de groothandel) en het transport.

De jonge ondernemingen die weinig of niet groeien (de 'overige jonge ondernemingen') behoren relatief vaker tot de branches horeca, 'informatie en communicatie' (voornamelijk informatica) en de diensten aan bedrijven en de administratieve dienstverlening (zoals het verlenen van advies inzake bedrijfsbeheer).

3.2 Financiële ratio's

Op basis van de jaarrekeningen van de ondernemingen kunnen ook enkele financiële ratio's worden berekend. Ten behoeve van dit artikel werden vier dergelijke ratio's geselecteerd. Ze hebben betrekking op diverse aspecten van de financiering en de winstgevendheid van een bedrijf.

Om te beginnen, werd de structuur van het passief bekeken, meer bepaald de mate waarin de activiteiten van het bedrijf gefinancierd worden met, enerzijds, eigen vermogen en, anderzijds, kort- of langlopende schulden. Doorgaans blijken jonge ondernemingen, in procenten van het totale passief, over minder eigen kapitaal te beschikken dan mature bedrijven. Mogelijk heeft dat louter te maken met het feit dat oudere ondernemingen reeds langer actief zijn en derhalve meer eigen vermogen hebben kunnen opbouwen (onder meer door het reserveren van gerealiseerde winsten). Het aandeel van het eigen vermogen is het kleinst bij de matig en, vooral, bij de snel groeiende jonge bedrijven; ze doen relatief een groter beroep op kortlopende schulden. Daaruit mag echter niet worden geconcludeerd dat de gazellen een wankel financieerbasis zouden hebben. Blijkbaar hebben ze er immers banken of andere financiers weten van te overtuigen hun de nodige kredieten toe te kennen om hun groei te kunnen realiseren. Dat kan er echter voor een deel ook op wijzen dat jonge, snel groeiende ondernemingen moeilijk risicokapitaal (dat zijn aandelen) kunnen aantrekken om hun groei te financieren. Die bedrijven hebben doorgaans een hoger risicoprofiel dan andere ondernemingen en voorts spelen er een aantal marktimperfecties die te maken hebben met hun grootte en/of leeftijd (bijvoorbeeld de informatiekloof tussen start-ups en investeerders), waardoor de toegang tot aandelenfinanciering wordt bemoeilijkt en ze dus de eraan verbonden diversificatie- en kostenvoordelen niet kunnen genieten.

Snel groeiende ondernemingen hebben blijkbaar wel een duidelijk smallere nettoverkoopmarge dan alle andere

(1) Het betreft de liquide middelen, de geldbeleggingen en de vorderingen op ten hoogste één jaar.

ondernemingsgroepen. Die ratio geeft de verhouding weer van de bedrijfswinst tot de omzet. Mogelijk ligt tijdens de eerste jaren van hun bestaan de klemtoon op de groei als dusdanig (onder meer de groei van de omzet), waardoor de noemer van die ratio wordt opgedreven, en is het moeilijk de winst in hetzelfde tempo te laten stijgen.

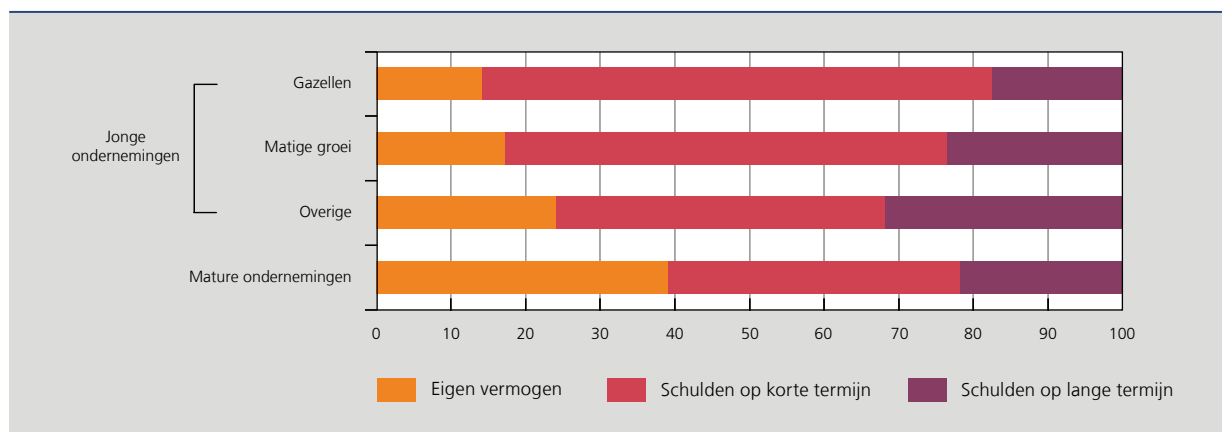
Vergeleken met de beide andere bedrijfspgroepen, laten de snel en de matig groeiende bedrijven dan weer een beduidend hogere nettorentabiliteit van het eigen vermogen na belasting optekenen. Aangezien die ratio het bedrijfsresultaat afzet tegen het eigen vermogen, wordt dat resultaat op zijn beurt deels beïnvloed door het vermelde belang van het eigen vermogen in de diverse ondernemingsgroepen. Een relatief groter eigen vermogen, zoals bij de mature ondernemingen, drukt de berekende waarde van die ratio, terwijl een gering eigen vermogen, zoals bij de gazellen, die verhouding opdrijft.

De liquiditeit in enge zin, ten slotte, die de op korte termijn realiseerbare activa⁽¹⁾ relateert aan de schulden op ten hoogste één jaar, is in de mature ondernemingen iets ruimer dan in de jonge ondernemingen. Voornamelijk in de snel en de matig groeiende bedrijven komt die ratio lager uit, wat te maken heeft met het feit dat die ondernemingen, zoals vermeld, hun activiteit meer financieren door middel van kortlopende schulden.

3.3 Situatie na tien jaar

Hoewel in dit artikel wordt gefocust op de ontwikkeling van jonge ondernemingen tijdens de eerste vijf jaar van hun bestaan, is het uiteraard ook interessant om na te

GRAFIEK 4 SAMENSTELLING VAN HET PASSIEF
(in % van het totaal; autonome ondernemingen die werden opgericht tussen 1995 en 2009, tijdens hun vijfde activiteitsjaar)



Bron: NBB.

gaan hoe die ondernemingen zich daarna verder ontwikkelen. Sommige ondernemingen kunnen aanvankelijk immers zo snel groeien dat ze nadien nauwelijks nog in opwaartse zin evolueren of zelfs krimpen, of bedrijven kunnen meerdere jaren nodig hebben vooraleer ze stevige groeicijfers kunnen voorleggen. Om dat te testen, werd nagegaan hoe de verschillende, op basis van de groeieresultaten tijdens de eerste vijf jaar onderscheiden ondernemingsgroepen zich de daaropvolgende vijf jaar ontwikkelden. Om te vermijden dat de conclusies door de economische crisis zouden worden beïnvloed, werden de resultaten slechts gebruikt tot en met 2007, en is deze analyse dus enkel gebaseerd op de tijdens de periode 1995-1997 opgerichte bedrijven.

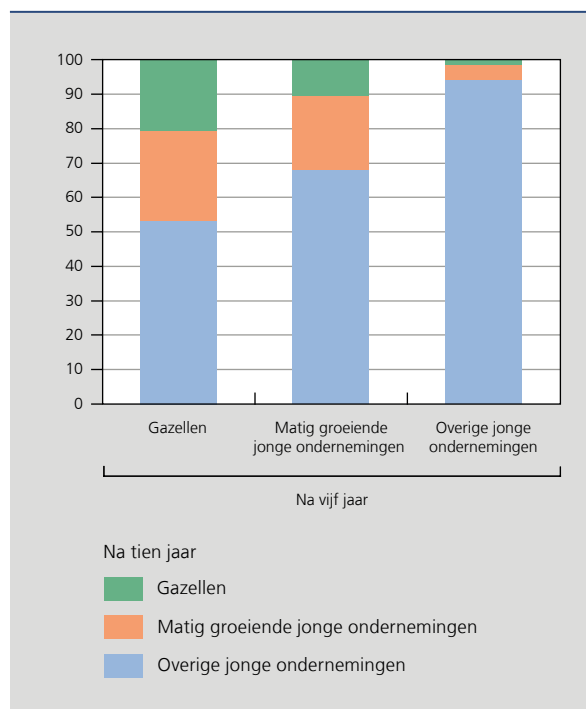
De overlevingsgraad na tien jaar verschaft een eerste indicatie. Het bewuste cijfer ligt voor de bedrijven die tijdens de eerste vijf jaar snel of matig groeiden aanzienlijk hoger (respectievelijk zowat 74 en 79 %) dan voor de overige jonge ondernemingen (66 %).

Daarnaast kan voor die overlevende ondernemingen ook het groeiprofiel worden bepaald door exact dezelfde methode toe te passen als voor de uitsplitsing van de ondernemingen tijdens de eerste vijf jaar van hun bestaan⁽¹⁾. Uiteraard mag niet worden verwacht dat ondernemingen continu hoge groeicijfers blijven optekenen. Eenzelfde procentuele groei, maar uitgaand van een hogere startwaarde, impliceert immers steeds hogere absolute toenames. Ongeacht de resultaten tijdens de eerste vijf jaar, blijken de meeste jonge bedrijven gedurende de volgende vijf jaar dan ook in de groep van de 'overige ondernemingen' terecht te komen, waar de jaarlijkse groei minder dan 10 % belooft. Ook de bedrijven die na vijf jaar als gazelle werden geïdentificeerd, gingen nadien duidelijk trager groeien: bij iets meer dan de helft ervan was de groei teruggelopen tot minder dan 10 % en ongeveer een kwart liet nog een matige groei optekenen. Toch wist zowat 20 % de initiële hoge groeicijfers van meer dan 20 % te handhaven. Ze scoren aldus duidelijk beter dan de bedrijven die gedurende de eerste vijf jaar van hun bestaan matig groeiden, en een heel stuk beter dan de overige jonge ondernemingen. Van deze laatste groep blijft zowat 94 % een groei van minder dan 10 % optekenen; op een initieel trage groei blijken derhalve slechts zeer uitzonderlijk hoge groeicijfers te volgen. Van de gedurende de eerste vijf jaar matig groeiende ondernemingen, daarentegen, groeide toch ongeveer 10 % door naar de groep van de snelle groeiers. Een deel van de ondernemingen moet dus kennelijk meerdere jaren actief zijn vooraleer een snelle groei mogelijk wordt.

(1) Zo wordt opnieuw de werkgelegenheids- en omzetgroei beschouwd gedurende twee subperiodes van telkens drie jaar.

GRAFIEK 5 GROEIPROFIEL VAN DE JONGE ONDERNEMINGEN NA VIJF EN NA TIEN JAAR

(in % van het totaal; autonome ondernemingen die werden opgericht tussen 1995 en 1997⁽¹⁾)



Bron: NBB.

(1) De gebruikte steekproef werd beperkt om te vermijden dat de resultaten vertekend zouden worden als gevolg van de economische crisis vanaf 2008.

4. Hefbomen voor ontwikkeling

Zoals reeds vermeld, bestaat er geen universeel recept voor een sterke groei. Groei, ongeacht of hij wordt gemeten aan de hand van de stijging van de omzet of van de werkgelegenheid, is immers afhankelijk van een groot aantal idiosyncratische factoren. Voorts is het niet gemakkelijk om een oorzakelijk verband vast te stellen tussen sterke groei en een of meerdere kenmerken van de ondernemingen. Zo kunnen de investeringen van een onderneming zorgen voor een forse groei van haar omzet, waardoor ze andere investeringen kan financieren.

Toch kunnen een aantal gemeenschappelijke kenmerken betreffende de ontwikkeling van gazellen worden onderscheiden. Die factoren kunnen in bepaalde omstandigheden positief bijdragen aan de ontplooiing van deze bedrijven tijdens de eerste jaren van hun bestaan en aldus hefboomen voor ontwikkeling worden. In dit kader werden vier van deze factoren geanalyseerd, namelijk de integratie in het binnenlands productienetwerk, de internationale ontplooiing, het scholingsniveau van het

personeel en de investeringen. Al die elementen worden in de volgende paragrafen toegelicht.

De resultaten betreffen opnieuw de ondernemingen die werden opgericht tussen 1995 en 2009. De tijdshorizon van de analyse diende in enkele gevallen te worden beperkt omdat sommige gegevens niet beschikbaar waren.

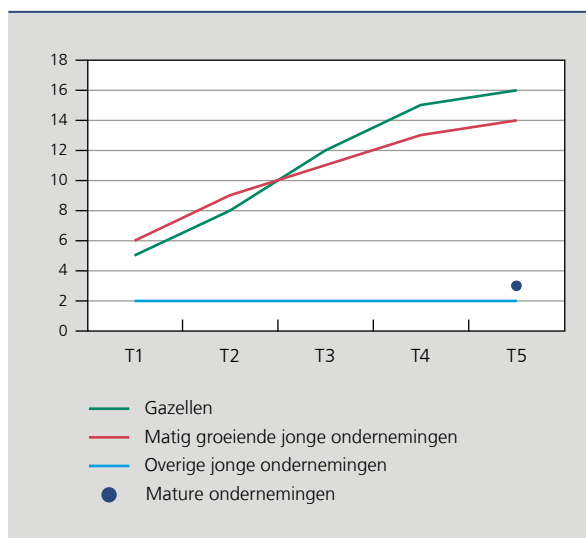
Een analyse op basis van de mediaanwaarde werd de voorkeur gegeven boven een analyse op basis van het gemiddelde, dit om te vermijden dat de resultaten door extreme waarden zouden worden beïnvloed. Voor alle geanalyseerde factoren werd een statistische test uitgevoerd waarbij de medianen van de verschillende subpopulaties met elkaar worden vergeleken (zie Bijlage 2). Uit al die tests is gebleken dat de mediane snel groeiende onderneming vanaf de aanvang van haar activiteiten aanzienlijk verschilt van de mediane onderneming die een geringe of negatieve groei laat optekenen (de 'overige jonge ondernemingen'). Ook ten opzichte van de mediane matig groeiende jonge onderneming is het verschil significant, met uitzondering, voor enkele activiteitsjaren, van het aantal leveranciers, het aantal professionele klanten en de bedragen die in immateriële activa worden geïnvesteerd. Tenzij anders vermeld, zijn de medianen die verderop in dit artikel worden voorgesteld, statistisch verschillend op basis van de standaarddrempels voor significantie.

4.1 Integratie in het binnenlands productienetwerk

Een eerste kenmerk waardoor de resultaten van ondernemingen kunnen worden beïnvloed (zie Dhyne en Duprez, 2015, 2017), is hun integratie in het binnenlands economisch weefsel. Die integratie kan worden gemeten aan de hand van twee indicatoren. De eerste is het mediaan aantal professionele klanten. Dat aantal neemt voor de snel en de matig groeiende jonge ondernemingen sterk toe tijdens de eerste jaren van hun bestaan. Tussen het eerste en het vijfde jaar van hun bestaan laat het mediaan aantal professionele klanten van die twee groepen ondernemingen meer dan een verdubbeling optekenen. Voor de overige jonge ondernemingen blijft het mediaan aantal professionele klanten echter constant en gedurende de volledige periode onder de aantallen van de andere groepen. Het lijkt misschien tautologisch dat het aantal klanten van een sterk groeiende onderneming toeneemt, maar die vaststelling biedt toch inzicht in de wijze waarop deze bedrijven groeien. Een onderneming kan haar omzet immers verhogen door meer te verkopen aan haar bestaande cliënten of door haar cliëntenportefeuille

GRAFIEK 6 INTEGRATIE IN HET BINNENLANDS PRODUCTIENETWERK⁽¹⁾

(mediaan aantal professionele klanten, autonome ondernemingen die werden opgericht tussen 2001 en 2009)



Bron: NBB.

(1) Voor de meeste jaren geeft de statistische test aan dat de medianen van de gazellen en van de matig groeiende jonge ondernemingen niet significant van elkaar verschillen.

te verruimen. Tijdens de eerste jaren van het bestaan van een onderneming is het kennelijk belangrijk te investeren in de samenstelling van de klantenportefeuille. Foster *et al.* (2014) deden een dergelijke vaststelling voor de Verenigde Staten.

De tweede indicator van de integratie in het binnenlands productienetwerk is het mediaan aantal leveranciers. Die indicator verschaft informatie over de geavanceerdheid van de in de onderneming ontwikkelde producten. Een groot aantal leveranciers kan er immers op wijzen dat de inputs die nodig zijn voor de productie sterk gediversifieerd zijn, wat vaak leidt tot relatief meer geavanceerde producten. Hij kan ook de specialisatiegraad weergeven van een onderneming die meer taken wenst uit te besteden om zich te kunnen toespitsen op haar kerncompetenties.

Tijdens het eerste jaar van hun bestaan is de mediaan van het aantal leveranciers voor de snel en de matig groeiende jonge ondernemingen vergelijkbaar. Daarna stijgt dat aantal bij de gazellen veel sneller. Het mediaan aantal leveranciers van de overige jonge ondernemingen en van de mature ondernemingen ligt veel lager.

Meer in het algemeen verschaffen deze indicatoren informatie over de relaties tussen jonge ondernemingen en andere binnenlandse bedrijven. Het mediaan aantal

professionele klanten en leveranciers van de snel en de matig groeiende jonge ondernemingen ligt reeds tijdens het eerste jaar hoger dan dat van de overige jonge ondernemingen en dat van de mature ondernemingen. Die verschillen worden mettertijd groter.

Deze twee indicatoren kunnen er ook op wijzen dat een jonge onderneming die de risico's waarmee ze wordt geconfronteerd, diversifieert, minder afhankelijk is van een klant of een leverancier. Door haar portefeuille van klanten en leveranciers te diversifiëren, is een jonge onderneming minder gevoelig voor negatieve schokken waardoor bedrijven die zich vroeger of later in de productieketen bevinden, worden getroffen.

4.2 Internationale ontplooiing

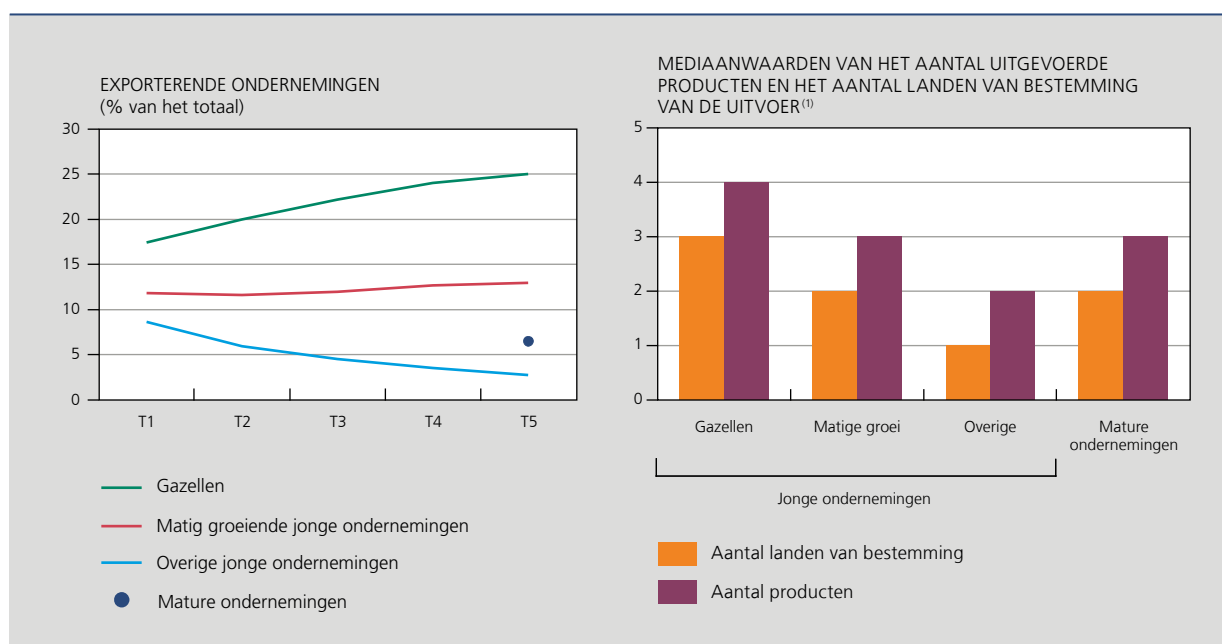
Net zoals het voor een jonge onderneming belangrijk is om zich te integreren in het plaatselijk economisch weefsel, kan het in een kleine open economie zoals de Belgische ook zaak zijn dat jonge bedrijven zich snel ontplooiën of bevoorraden op de internationale markten. Als aanvulling op de ontwikkeling in het binnenland bieden de buitenlandse markten jonge ondernemingen zowel intensieve als extensieve groeimogelijkheden. In een steeds meer gemondialiseerde omgeving wordt de

productiestructuur van een economie gevormd door een netwerk van onderling verbonden ondernemingen waar buitenlandse ondernemingen integraal deel van uitmaken.

De internationale ontwikkeling van de gazellen is hier beoordeeld op basis van drie indicatoren: het percentage exporterende ondernemingen, het mediaan aantal in- en uitgevoerde producten en het mediaan aantal landen van herkomst (van bestemming) van de invoer (uitvoer).

Het handelsverkeer met de rest van de wereld loopt tijdens de eerste jaren van het bestaan van de jonge ondernemingen uiteen. Tijdens het eerste jaar van hun bestaan exporteert 17 % van de gazellen. Dat is aanzienlijk meer dan bij de matig groeiende jonge ondernemingen (12 %) en dan bij de overige jonge ondernemingen (9 %), maar ook meer dan bij de mature ondernemingen (6 %). Daarna worden de verschillen groter. Zo exporteert een kwart van de gazellen tijdens het vijfde jaar van hun bestaan. Het percentage uitvoerende ondernemingen neemt ook bij de matig groeiende jonge ondernemingen licht toe. Bij de overige jonge ondernemingen loopt dat aandeel na vijf jaar met twee derde terug (3 %). Bovendien exporteert een snel groeiende onderneming tijdens de eerste vijf jaar van haar bestaan gemiddeld 1,31 keer, terwijl de matig groeiende en de overige jonge ondernemingen in vijf jaar,

GRAFIEK 7 INTEGRATIE IN HET INTERNATIONALE HANDELSVERKEER
(autonome ondernemingen die werden opgericht tussen 1995 en 2009)



Bron: NBB.

(1) Na vijf jaar voor de jonge ondernemingen en na minstens vijftien jaar voor de mature ondernemingen.

gemiddeld beschouwd, respectievelijk slechts 0,82 en 0,34 keer uitvoeren.

Meer in het algemeen gelden de meeste vaststellingen voor de uitvoer ook voor de invoer. De verschillen wat het groeitempo betreft, worden mettertijd groter: na vijf jaar voert 32 % van de gazellen in, tegenover 19 % van de matig groeiende en slechts 5 % van de overige jonge ondernemingen.

Een proportioneel groter aantal snel groeiende jonge ondernemingen blijkt dus geïntegreerd te zijn in het internationaal handelsverkeer, zowel voor het verkrijgen van de benodigde inputs voor de productie (invoer) als voor het verkopen van producten (uitvoer). Voorts maakt de in- en uitvoer bij de mediaangazelle een groter deel van de omzet uit dan bij de andere groepen van jonge ondernemingen die deelnemen aan het internationale handelsverkeer. Ook op die manier diversifieert de mediane gazelle de risico's waaraan ze wordt blootgesteld.

Nog andere gegevens tonen aan dat de snel groeiende jonge ondernemingen beter geïntegreerd zijn in het internationale handelsverkeer. Zo blijkt uit de analyse van het mediaan aantal producten dat na vijf jaar door exporterende bedrijven wordt uitgevoerd dat de gazellen meer producten uitvoeren (4) dan de matig groeiende en de overige jonge ondernemingen (respectievelijk 3 en 2). Dat aantal ligt bij de mediane uitvoerende gazelle ook hoger dan bij de mediane exporterende mature onderneming.

Bij de invoer zijn de producten nog sterker gediversificeerd. Bij de invoerende gazellen belooft het mediaan aantal ingevoerde producten 7, wat meer is dan bij de invoerende mature ondernemingen (5) en dan bij de invoerende matig groeiende (5) en de overige jonge ondernemingen (2).

De grotere specialisatie van de mediane snel groeiende jonge onderneming is dus niet alleen toe te schrijven aan een groter aantal binnenlandse leveranciers, ze is ook het gevolg van een groter aantal ingevoerde producten wanneer ze besluit zich op de wereldmarkten te bevoorraden. Naargelang de gazellen zich internationaal ontplooiën, wordt de verkoop naar het buitenland ook meer gediversificeerd.

Ook het mediaan aantal landen van herkomst van de invoer en het mediaan aantal landen van bestemming van de uitvoer verschilt naargelang van het groeitempo van de jonge ondernemingen. Wanneer de mediane gazelle uitvoert, verzendt ze haar producten dus naar meer landen. Deze indicator toont opnieuw aan dat het handelsverkeer

tussen de gazellen en de rest van de wereld sterker ge-diversificeerd is. Die vaststelling geldt ook voor de invoer.

4.3 Structuur van het personeelsbestand

Een derde mogelijke bron van groei voor de ondernemingen kan te maken hebben met hun personeelsstructuur. Zoals eerder vermeld, behoren snel groeiende ondernemingen vaak tot kennisintensieve bedrijfstakken. Het scholingsniveau van het personeel van een onderneming kan haar resultaten derhalve beïnvloeden⁽¹⁾. Voor de analyse van deze dimensie werd gebruik gemaakt van de gegevens van de sociale balansen. Deze betreffen een kortere periode, waardoor de analyse moest worden beperkt tot de periode 2007-2009.

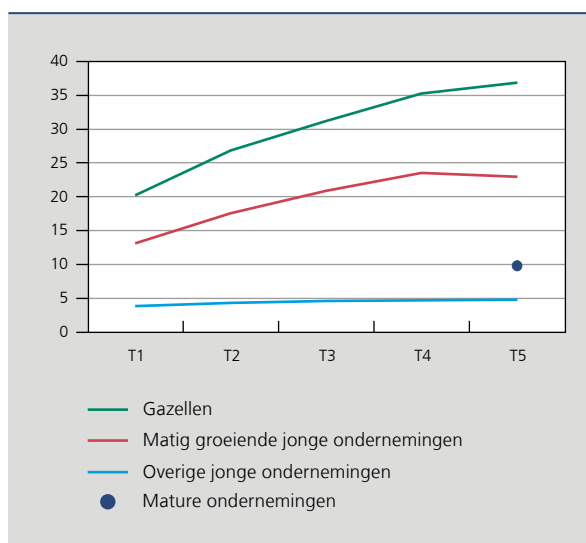
Volgens de gegevens heeft één op de vijf gazellen vanaf haar oprichting hooggeschoold personeel⁽²⁾ in dienst. Dat is veel meer dan bij de matig groeiende jonge ondernemingen (13 %) en dan bij de overige jonge ondernemingen (4 %). Naarmate ze langer actief zijn, neemt dat percentage toe bij de gazellen en bij de matig groeiende jonge ondernemingen. Na vijf jaar heeft 37 % van de

(1) Ook andere kenmerken van de werknemers werden geanalyseerd (geslacht, type arbeidsovereenkomst, enz.), maar voor die kenmerken was er geen significant verschil tussen de mediane ondernemingen van de verschillende groepen.

(2) Om als hooggeschoold te worden beschouwd, moet een werknemer houder zijn van een diploma van het hoger onderwijs.

GRAFIEK 8 SCHOLING VAN HET PERSONEEL

(aandeel, in %, van de ondernemingen die hooggeschoold personeel⁽¹⁾ in dienst hebben, autonome ondernemingen die werden opgericht tussen 2007 en 2009)



Bron: NBB.

(1) Om als hooggeschoold te worden beschouwd, moet een werknemer houder zijn van een diploma van het hoger onderwijs.

gazellen hooggeschoold personeel in dienst, tegen 23 % van de matig groeiende en nauwelijks 5 % van de overige jonge ondernemingen. Een tiende van de mature ondernemingen heeft dat type personeel in dienst.

4.4 Investerings

Voor jonge ondernemingen is het niet alleen belangrijk dat ze voldoende geschoolde arbeidskrachten in dienst hebben. Ze moeten ook investeren om hun productiecapaciteit en hun innoverend karakter te ontwikkelen. Op die manier zijn ze beter in staat om snel de technologische-efficiëntiegrens te bereiken en ten opzichte van hun concurrenten geen (extra) achterstand op te lopen. Dat zou voor hen immers nadelig kunnen zijn en hun overlevingskansen op korte termijn in gevaar kunnen brengen.

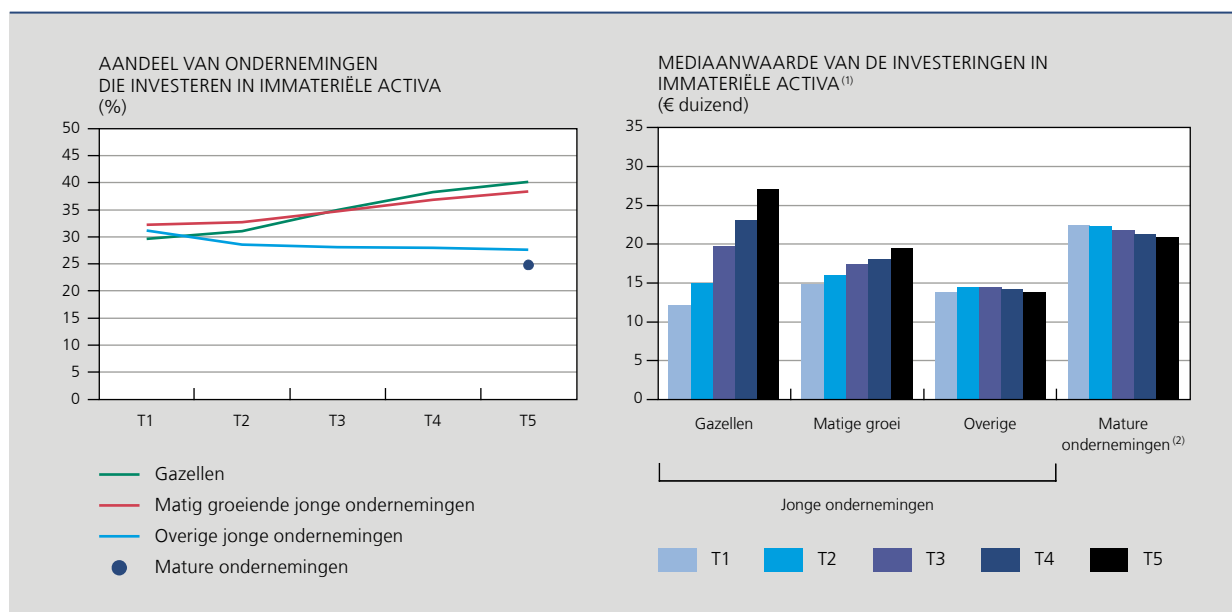
Bedrijfsinvesteringen kunnen in twee grote categorieën worden ingedeeld, namelijk investeringen in materiële en investeringen in immateriële activa. De eerste categorie omvat onder meer alle machines en werktuigen die nodig zijn om de productie succesvol te doen verlopen. De tweede categorie is een proxy van het innoverende karakter van de ondernemingen. De investeringen in immateriële activa bestaan immers voor een deel uit investeringen in R&D.

Tijdens de eerste jaren van hun activiteit investeren vrijwel alle jonge ondernemingen in materiële activa. Tijdens het vijfde jaar van hun bestaan hebben meer dan 90 % van alle jonge ondernemingen dit soort van investeringen verricht.

Het beeld is echter veel heterogener voor de investeringen in immateriële activa. Bij de aanvang van hun activiteiten investeert een vergelijkbaar percentage van de jonge ondernemingen, ongeacht hun groeitempo, in immateriële activa (ongeveer 33 %). Daarna, tijdens de volgende jaren van hun ontwikkeling, lopen die percentages uiteen.

Het aandeel van de snel groeiende ondernemingen dat in immateriële activa investeert, neemt gedurende de eerste vijf jaar van hun bestaan toe tot 40 % in het vijfde jaar. Een dergelijk percentage wordt ook opgetekend voor de matig groeiende jonge ondernemingen. Tijdens dezelfde periode investeert slechts ongeveer een kwart van de overige jonge ondernemingen in immateriële activa. Dat aandeel ligt in de buurt van dat van de mature ondernemingen. Tijdens de eerste bestaansjaren investeert bijna de helft van de snel en van de matig groeiende jonge ondernemingen gedurende ten minste één jaar in immateriële activa, tegen slechts een derde van de overige jonge ondernemingen en van de mature bedrijven. Bovendien investeren de snel en de matig groeiende

GRAFIEK 9 **INVESTERINGEN IN IMMATERIËLE ACTIVA**
(autonome ondernemingen die werden opgericht tussen 1995 en 2009)



Bron: NBB.

(1) De statistische test geeft aan dat de medianen van de gazellen en van de matig groeiende jonge ondernemingen niet significant van elkaar verschillen in T3.

(2) De gegevens voor de mature ondernemingen hebben betrekking op hun mediane investeringen tussen minstens het 11^{de} en het 15^{de} jaar van hun bestaan.

jonge ondernemingen tijdens de eerste vijf jaar gemiddeld 1,75 keer in immateriële activa, terwijl de overige jonge ondernemingen gemiddeld slechts 1,5 keer investeren.

Naargelang van het groeitempo van de jonge ondernemingen worden ook verschillen vastgesteld in de mediane bedragen die worden geïnvesteerd. Hoewel de gazellen bij de aanvang van hun activiteiten relatief minder grote bedragen investeren in immateriële activa, lopen die bedragen mettertijd sterk op en overschrijden ze na enkele jaren de bedragen die door de andere categorieën van ondernemingen worden geïnvesteerd. Wat de materiële activa betreft, investeren de gazellen vanaf de aanvang van hun activiteiten meer dan de andere groepen van jonge ondernemingen; de geïnvesteerde bedragen nemen er ook sneller toe.

4.5 Multivariate analyse

De analyse van de determinanten in de paragrafen 4.1 tot 4.4 bleef beperkt tot een louter bivariate analyse van het verband tussen elke factor en de resultaten van de ondernemingen. Die factoren zijn echter tot op zekere hoogte gecorreleerd. Om de robuustheid te bepalen van de relaties die tussen de variabelen worden vastgesteld, werd dan ook een multivariate analyse uitgevoerd. Deze laatste is bedoeld om de invloed na te gaan van elke hefboom op de kans die een jonge onderneming bij haar oprichting heeft om meer dan vijf jaar te overleven en tijdens die vijf jaar in meer of mindere mate te groeien. Daartoe werd, op basis van de initiële kenmerken van de jonge ondernemingen⁽¹⁾, de kans ingeschat dat ze (i) zullen verdwijnen, (ii) gedurende vijf jaar traag groeiend of krimpend zullen overleven, (iii) gedurende vijf jaar matig groeiend zullen overleven, en (iv) gedurende vijf jaar sterk groeiend zullen overleven. De steekproef van de analyse is beperkt tot de ondernemingen die werden opgericht tussen 2003 en 2009; voor die periode waren er voor de meeste determinanten gegevens voorhanden (met uitzondering van het scholingsniveau).

Uit de analyse blijkt dat, afgezien van het aantal leveranciers waarvan de coëfficiënt niet significant is, alle geanalyseerde factoren de overlevingskansen en de potentiële resultaten van een jonge onderneming vergroten tijdens de eerste vijf jaar van haar bestaan. Zo blijken een sterke integratie in het binnenlands productienetwerk, de deelname aan de internationale handel (door te importeren, te exporteren, of beide) en investeringen in materiële en immateriële activa elkaar versterkende factoren te zijn, veeleer dan dat ze een gemeenschappelijke dimensie zouden vatten. Hoewel de groei van ondernemingen afhankelijk is van een groot

(1) Door de toekomstige ontwikkeling van een onderneming te 'verklaren' aan de hand van een geheel van kenmerken bij haar oprichting, wordt vermeden dat de groei van de onderneming terugkoppelingseffecten heeft op die kenmerken.

TABEL 1 DETERMINANTEN VAN DE GROEI VAN JONGE ONDERNEMINGEN⁽¹⁾

(ordered probit, autonome ondernemingen die werden opgericht tussen 2003 en 2009)

Verklarende variabelen	Coëfficiënten ⁽²⁾	Standaardafwijking
Aantal werknemers (in logaritmen) . . .	0,086***	(0,021)
Integratie in het binnenlands productienetwerk (in logaritmen)		
Aantal klanten	0,112***	(0,017)
Aantal leveranciers	-0,025	(0,019)
Plaats in de internationale handel		
Alleen uitvoer	0,478***	(0,146)
Alleen invoer	0,276***	(0,106)
Zowel uitvoer als invoer	0,381***	(0,104)
Investerings (in logaritmen)		
In materiële activa	0,021***	(0,003)
In immateriële activa	0,013***	(0,004)
Geschatte drempelwaarde⁽³⁾		
voor overleving	-0,758	
voor matige groei	1,399	
voor sterke groei	1,765	
Binaire variabelen op jaarbasis		Ja
Sectorspecifieke binaire variabelen		Ja
R ²	0,0585	
Aantal observaties		7 887

Bron: eigen berekeningen.

- (1) Doordat er te weinig gegevens beschikbaar zijn, werd het scholingsniveau van de werknemers niet in deze regressie opgenomen.
- (2) Een positieve coëfficiënt wijst erop dat een jonge onderneming tijdens de eerste jaren van haar bestaan meer kans maakt om te overleven en snel te groeien. De coëfficiënten aangeduid met ***, ** en * zijn significant op respectievelijk 1, 5 en 10 %.
- (3) De vermenigvuldiging van de coëfficiënten met de bedrijfsspecifieke gegevens per variabele en, vervolgens, de optelling ervan, leveren voor elk van de bedrijven in de steekproef een totale geschatte waarde op. De drempelwaarden geven aan welke waarde een bedrijf volgens de schatting moet bereiken om te kunnen overleven en om te kunnen overgaan naar een ondernemingsgroep met een hoger groeiprofiel.

aantal idiosyncratische factoren, lijken de in dit artikel toegelichte hefbomen voor ontwikkeling een positieve rol te spelen bij de oprichting van een ecosysteem dat de ontwikkeling van een forse groei sterk bevordert.

Conclusies

De autonome gazellen maken een zeer klein deel uit van de jonge ondernemingen (ongeveer 3 %). Dat percentage blijft vrij stabiel in de tijd. De gazellen zijn actief in zeer uiteenlopende bedrijfstakken en ze zijn hoofdzakelijk gevestigd in Brussel en in Vlaanderen. Er zijn clusters van

snel groeiende jonge ondernemingen rond de haven van Antwerpen en rond de nationale luchthaven.

Snel groeiende jonge ondernemingen blijken, in procenten van het totale passief van hun balans, doorgaans minder eigen kapitaal aan te wenden dan mature bedrijven. Hun nettoverkoopmarge is duidelijk smaller, maar de nettorentabiliteit van hun eigen vermogen na belasting ligt beduidend hoger. De liquiditeit in enge zin komt er lager uit. Die resultaten hangen voor een deel samen met de specifieke groeikenmerken van die bedrijven; het zou derhalve voorbarig zijn daaruit grote conclusies te trekken met betrekking tot, onder meer, hun kapitalisatie en hun financiële situatie.

De snel groeiende jonge ondernemingen hebben een grotere kans om na vijf jaar te overleven. Als ondernemingen van het eerste tot het vijfde jaar van hun bestaan sterk groeien, vergroot de kans dat dit tijdens de daaropvolgende periode van vijf jaar opnieuw gebeurt.

Er bestaat geen universeel recept voor een sterke groei; deze laatste is afhankelijk van een groot aantal idiosyncratische factoren. Sommige factoren kunnen onder bepaalde voorwaarden echter positief bijdragen aan de ontwikkeling van jonge ondernemingen, hoewel er op basis van de analyse geen conclusies kunnen worden getrokken over de causaliteit. Uit een multivariate analyse blijkt voorts dat de verschillende onderzochte factoren allemaal positief en significant gecorreleerd zijn met de kans dat een nieuw opgerichte onderneming tijdens de eerste vijf jaar van haar bestaan sterk groeit. Deze factoren lijken elkaar dus te versterken.

Om te beginnen blijkt de mediane gazelle vanaf de aanvang van haar activiteit binnen België vaak een groter aantal professionele klanten en leveranciers te hebben, en die aantallen worden groter naarmate ze zich verder ontwikkelt. Ze is derhalve sterker geïntegreerd in het binnenlands productienetwerk. Een groter aantal leveranciers wijst ook op een sterkere diversificatie van de inputs en, derhalve, op een grotere specialisatie van de producten. In vergelijking met de andere groepen van bedrijven wordt vastgesteld dat de snel groeiende jonge ondernemingen meer handel drijven met de rest van de wereld. Er zijn relatief meer gazellen die uit- en invoeren. Ze zijn meer gediversifieerd, zowel qua aantal uitvoerbestemmingen en landen van herkomst van de invoer als qua aantal verhandelde producten. De ontwikkeling van extensieve marges kan derhalve een bron van groei zijn. Afgezien van hun sterk internationaal georiënteerde houding, die mettertijd nog versterkt, ontwikkelen de gazellen hun productienetwerk dus verder en lijken ze meer uit te besteden. Die verschillende elementen

hebben mogelijk tot gevolg dat de mediane gazelle minder afhankelijk is van een enkele klant of leverancier. Daardoor worden de risico's waaraan ze kan worden blootgesteld, meer gediversifieerd.

Een vijfde van de gazellen heeft bij het begin van haar activiteiten hooggeschoold personeel in dienst. Dat percentage ligt hoger dan voor de andere groepen van ondernemingen en stijgt verder tijdens de eerste jaren van het bestaan. Tot slot investeert de mediane gazelle meer in materiële en immateriële activa, en de geïnvesteerde bedragen lopen tijdens de eerste jaren van haar bestaan fors op.

Op basis van de analyse kunnen ook een aantal beleidsaanbevelingen worden geformuleerd. Het is van essentieel belang dat alle groeibevorderende hefboomen worden gestimuleerd. Deze bewering wordt versterkt door internationale vergelijkingen die aantonen dat de gazellen een belangrijke rol spelen inzake banencreatie.

In dat opzicht moeten de oprichting van ondernemingen, ondernemerscultuur en innovatief gedrag worden aangemoedigd zodat ideeën met een sterk groeipotentieel kunnen worden ontwikkeld. Deze aanpak moet meer in het algemeen de bereidheid om risico te nemen vergroten en de vrees voor en het stigma rond falen verminderen. De nadruk moet worden gelegd op de opleiding van jongeren en jonge ondernemers in het bijzonder, teneinde hun de middelen te bieden en de attitudes aan te leren die ze nodig zullen hebben om hun projecten succesvol te kunnen realiseren.

Daarnaast is het zaak jonge ondernemingen aan te moedigen om zich internationaal te ontplooien en om maatregelen te nemen die investeringen in immateriële activa en de toegang tot risicodragend kapitaal bevorderen. In dat verband maakt de recente uitbreiding van de 'tax shelter' voor start-ups naar groeiende kmo's het mogelijk om deze laatste meer toegang te verschaffen tot financiering. Het is overigens ook van essentieel belang dat een efficiënt regelgevend kader wordt ingevoerd dat moet voorzien in de nieuwe behoeften van de ondernemingen.

Gelet op de ruime waaier van factoren die bepalend zijn voor de groei van jonge ondernemingen, is het belangrijk de ondersteunende maatregelen terdege uit te balanceren en na te gaan of ze elkaar aanvullen. In dat geval kunnen deze elementen bijdragen aan een efficiënte toewijzing van de middelen die niet alleen leidt tot een toename van de productiviteit, maar die ook een voorwaarde is voor het duurzaam herstel, de inclusieve groei en de welvaart van de Belgische economie in haar geheel.

Bijlage 1

Gehanteerde definities en concrete toepassing

Eurostat en de OESO definiëren jonge, snel groeiende ondernemingen als 'All enterprises up to five years old with average annualized growth greater than 20 % per annum over a three years period, and with 10 or more employees at the beginning of the observations period' (OECD, 2007). De betreffende groei kan betrekking hebben op de werkgelegenheid of op de omzet. Bedrijven worden door Eurostat en de OESO dus als snel groeiende ondernemingen beschouwd als ze bij de aanvang van de observatieperiode minstens tien werknemers tellen en ze gedurende de eerste vijf jaar van hun bestaan over een periode van drie jaar een geannualiseerde werkgelegenheids- en/of omzetgroei van meer dan 20 % laten optekenen.

Deze Eurostat/OESO-definitie is echter behept met een aantal beperkingen. Het werd derhalve nuttig geacht deze definitie voor de analyse van de Belgische gegevens aan te passen en aan te vullen.

Een eerste beperking houdt verband met het feit dat de initiële situatie in de Eurostat/OESO-definitie alleen wordt bepaald op basis van de werkgelegenheid (minstens tien werknemers aan het begin van de observatieperiode), ook al realiseren ze hun groei in de vorm van sterk toenemende verkopen. Ondernemingen met een hoge omzetgroei, doch zonder een sterke initiële arbeidsinput, kunnen daardoor nooit als snel groeiend worden beschouwd. Het zou dan ook logischer zijn om enkel gebruik te maken van een minimale initiële werkgelegenheid indien de snelle groei in die vorm wordt gerealiseerd, en een minimale initieel benodigde omzet te hanteren indien de groei op deze laatste betrekking heeft.

Het bepalen van een dergelijke minimale initiële omzet is echter een heikele zaak. Indien de ondergrens te laag wordt vastgesteld, zal de vereiste groei (20 % per jaar) overeenstemmen met een geringe absolute omzetstijging, waardoor (té) veel bedrijven als snel groeiend worden bestempeld. Indien de ondergrens te hoog wordt gelegd, zullen echter slechts zeer weinig bedrijven de vereiste (in absolute cijfers zeer hoge) omzetgroei kunnen realiseren, waardoor een aantal snel groeiende ondernemingen niet als dusdanig zou worden geïdentificeerd. Om die keuze te objectiveren, werd de verdeling bekeken van, enerzijds, de werkgelegenheid en, anderzijds, de omzet van de net opgerichte bedrijven in België tijdens de periode 1995-2009. De door Eurostat/OESO gehanteerde ondergrens van tien werknemers blijkt er ongeveer overeen te komen met het 95^{ste} percentiel. Voor de omzet werd er derhalve voor geopteerd om als ondergrens de omzetwaarde te gebruiken die overeenstemt met datzelfde percentiel; afgerond gaat het om € 2 miljoen.

Een tweede beperking van de internationale definitie betreft het gebruik van een ondergrens. België is immers een land van kleine ondernemingen. Het gebruik van de Eurostat/OESO-definitie houdt in dat 95 % van de nieuwe bedrijven er hoe dan ook, zelfs bij een zeer sterke groei, nooit als snel groeiend kan worden beschouwd aangezien die bedrijven bij de opstart minder dan tien personeelsleden tellen. En na de bovenvermelde aanpassing zouden 95 % van de nieuwe ondernemingen buiten beschouwing blijven indien enkel bedrijven die onmiddellijk minstens € 2 miljoen omzet realiseren in aanmerking kunnen komen. Worden dergelijke ondergrenzen strikt toegepast, dan worden initieel kleine(re) ondernemingen, die vervolgens vrij snel een hoge groei (qua werkgelegenheid of omzet) laten optekenen, dus uitgesloten.

Daarom werd beoogd criteria toe te voegen die het mogelijk maken ook ondernemingen die bij het begin van hun activiteit minder dan tien werknemers tellen of minder dan € 2 miljoen omzet realiseren, als snel groeiend te bestempelen. Bij geringe startwaarden wordt bij voorkeur geen criterium gehanteerd dat gebaseerd is op procentuele veranderingen aangezien dergelijke groeicijfers wiskundig hoger uitvallen⁽¹⁾. Daarom werden criteria gebruikt die de absolute wijziging in het personeelsbestand of in de omzet beschouwen. Die wijziging moet groter zijn dan of gelijk zijn aan de absolute wijziging die impliciet vereist is bij een onderneming die net de gebruikte ondergrens heeft bereikt. Een groei met 20 % gedurende drie jaar impliceert voor een onderneming met initieel tien werknemers dat de werkgelegenheid er toeneemt tot (afgerond) zeventien personen; voor een bedrijf met initieel € 2 miljoen omzet betekent een dergelijke

(1) Zo houdt de toename van 1 naar 2 werknemers een stijging in ten belope van 100 %, terwijl een dergelijke onderneming intuïtief niet als een sterke groeier wordt beschouwd.

groei dat de omzet er stijgt tot (zowat) € 3,4 miljoen. Ons panel van snel groeiende ondernemingen werd derhalve uitgebreid met de jonge bedrijven die initieel minder dan tien werknemers telden, maar waar de werkgelegenheid over een periode van drie jaar met ten minste zeven werknemers toenam. Ook de jonge ondernemingen die initieel geen € 2 miljoen omzet bereikten, werden als snel groeiend beschouwd indien ze over een periode van drie jaar een omzetsijging van € 1,4 miljoen realiseerden.

De jonge ondernemingen die een iets tragere groei lieten optekenen ('matige groei'), alsook de overige jonge ondernemingen fungeren als referentiegroep voor de snelle groeiers. Ook een groep van mature ondernemingen wordt als referentiegroep gebruikt; het betreft alle bedrijven (ongeacht hun groei) die minstens tien jaar ouder zijn dan de jonge ondernemingen. Het 'leeftijdverschil' van tien jaar wordt gebruikt om te vermijden dat jonge ondernemingen na hun vijfde levensjaar onmiddellijk als mature ondernemingen zouden worden beschouwd en derhalve onmiddellijk zouden worden meegenomen in de vergelijking met de net iets jongere ondernemingen.

Schematisch kunnen de in dit artikel gebruikte criteria als volgt worden samengevat:

UITSPLITSING VAN DE JONGE ONDERNEMINGEN VOLGENS GROEI: GEBRUIKTE CRITERIA

	Snelle groei (gazellen)	Matige groei	Overige
Werkgelegenheid (E)			
indien			
$E_t \geq 10$ werknemers	$\sqrt[3]{\frac{E_{t+3}}{E_t}} - 1 \geq 20\%$	$10\% \leq \sqrt[3]{\frac{E_{t+3}}{E_t}} - 1 < 20\%$	$\sqrt[3]{\frac{E_{t+3}}{E_t}} - 1 < 10\%$
$E_t < 10$ werknemers	$E_{t+3} - E_t \geq 7$	$3 \leq E_{t+3} - E_t < 7$	$E_{t+3} - E_t < 3$
Omzet (T)			
indien			
$T_t \geq \text{€ } 2\,000\,000$	$\sqrt[3]{\frac{T_{t+3}}{T_t}} - 1 \geq 20\%$	$10\% \leq \sqrt[3]{\frac{T_{t+3}}{T_t}} - 1 < 20\%$	$\sqrt[3]{\frac{T_{t+3}}{T_t}} - 1 < 10\%$
$T_t < \text{€ } 2\,000\,000$	$T_{t+3} - T_t \geq \text{€ } 1\,400\,000$	$\text{€ } 600\,000 \leq T_{t+3} - T_t < \text{€ } 1\,400\,000$	$T_{t+3} - T_t < \text{€ } 600\,000$

Bron: NBB.

Toelichting: waarbij t = het eerste en het tweede beschikbare jaar.

Als gevolg van de gebruikte definitie kunnen ondernemingen enkel in aanmerking komen indien ze vijf jaar na hun oprichting nog actief zijn. Om specifieke kenmerken van snelle groeiers te isoleren en, eventueel, beleidsaanbevelingen te formuleren, lijkt het trouwens ook het meest interessant om bedrijven, indien ze binnen een periode van vijf jaar reeds verdwenen zijn, uit te sluiten.

Derhalve worden alle ondernemingen beschouwd die minstens vijf jaar oud zijn; het toegepaste groeicriterium betreft echter subperiodes van drie jaar. Daarom kan een onderneming als snel groeiend worden bestempeld indien ze gedurende één van de twee driejarige subperiodes (of gedurende allebei) een toereikende werkgelegenheids- of omzetsgroei realiseert. Indien t_0 het jaar van oprichting weergeeft⁽¹⁾, betreft het dus de groei over de periodes $t_1 - t_4$ en $t_2 - t_5$. Zo zal een in 2005 opgerichte onderneming als een gazelle worden beschouwd indien haar werkgelegenheid en/of haar omzet over de periode 2006-2009 en/of over de periode 2007-2010 de vereiste stijging laat optekenen. Deze laatste wordt gedefinieerd in absolute of in relatieve termen naargelang de werkgelegenheid/de omzet zich in t_1 respectievelijk t_2 onder of boven de betreffende ondergrenzen bevindt.

(1) Het jaar van oprichting wordt niet als referentie gebruikt aangezien het meestal – tenzij de onderneming op 1 januari werd opgericht – een onvolledig jaar betreft, wat de vergelijking in de tijd zou vertekenen.

De databank bevat voor de periode 2000-2014 gegevens met betrekking tot de Belgische ondernemingen die bij de Nationale Bank van België een jaarrekening neerleggen. Die resultaten werden gecombineerd met de van de Statistiek Buitenlandse Handel afkomstige invoer- en uitvoergegevens.

De analyse focust op de ondernemingen uit de private sector. Derhalve werden de NACE-branches O-U (niet-marktdiensten) uit de databank geweerd. Vanwege hun specifieke kenmerken werden ook de bedrijven uit de branches A-B (landbouw, bosbouw, visserij, winning van delfstoffen), D-E (productie en distributie van elektriciteit, gas, water, ...) en K (financiële activiteiten) uitgesloten.

Tot slot werden ook de bedrijven die deel uitmaken van een multinationale of een Belgische groep buiten beschouwing gelaten. De resultaten van dergelijke ondernemingen kunnen immers, meer nog dan met hun eigen kenmerken, te maken hebben met het feit dat verkopen en/of werkgelegenheid tussen bedrijven van eenzelfde groep kunnen worden verschoven. Daardoor zou de analyse van de kenmerken van de jonge ondernemingen sterk kunnen worden vertekend. Het leek bijgevolg nuttiger de analyse toe te spitsen op de 'autonome' ondernemingen. Een onderneming werd beschouwd deel uit te maken van een groep indien minstens 10 % van haar kapitaal door een ander bedrijf wordt aangehouden, of wanneer ze zelf ten minste 10 % van het kapitaal van een andere onderneming aanhoudt.

De basisgegevens van de jaarrekeningen hebben niet steeds betrekking op een (volledig) kalenderjaar. Daarom werden ze, indien nodig, geannualiseerd teneinde gegevens te verkrijgen die steeds betrekking hebben op de twaalfmaandelijke periode van 1 januari tot en met 31 december, die derhalve van jaar tot jaar en tussen de bedrijven onderling vergelijkbaar zijn. Bovendien werden de gegevens, ingeval de tijdreeks voor een bepaalde onderneming onvolledig was, lineair geïnterpoleerd indien de ontbrekende periode niet langer dan twee jaar beliep.

Bijlage 2

TEST VOOR DE SIGNIFICANTIE VAN DE VERSCHILLEN TUSSEN DE MEDIANEN

(H_0 : mediaan van de gazelle = mediaan van de andere groep, H_1 : mediaan van de gazelle \neq mediaan van de andere groep; tussen 1995 en 2009 opgerichte zelfstandige ondernemingen, tijdens de eerste vijf jaar van hun bestaan)

Variabelen	Drempel voor significantie van de test van de verschillen tussen de mediaan van de gazellen en de mediaan van de	T1	T2	T3	T4	T5
Aantal leveranciers	matig groeiende jonge ondernemingen ..	0,126	0,027	0,000	0,000	0,000
	overige jonge ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	mature ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aantal professionele klanten	matig groeiende jonge ondernemingen ..	0,000	0,307	0,078	0,003	0,110
	overige jonge ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	mature ondernemingen	0,122	0,000	0,000	0,000	0,000
Aantal uitgevoerde producten	matig groeiende jonge ondernemingen ..	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	overige jonge ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	mature ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aantal uitvoerbestemmingen	matig groeiende jonge ondernemingen ..	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	overige jonge ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	mature ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aantal ingevoerde producten	matig groeiende jonge ondernemingen ..	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	overige jonge ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	mature ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aantal landen van herkomst van de invoer	matig groeiende jonge ondernemingen ..	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	overige jonge ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	mature ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bedrag van de investeringen in materiële activa	matig groeiende jonge ondernemingen ..	0,006	0,000	0,000	0,000	0,000
	overige jonge ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	mature ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,958	0,000
Bedrag van de investeringen in immateriële activa	matig groeiende jonge ondernemingen ..	0,000	0,052	0,617	0,073	0,044
	overige jonge ondernemingen	0,002	0,000	0,000	0,000	0,000
	mature ondernemingen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Bron: NBB.

Toelichting: De gegevens in de tabel geven de drempel weer waaronder mag worden beschouwd dat de mediaan van de gazellen significant verschilt van de mediaan van de andere beschouwde groep van ondernemingen. In de meeste gevallen is de mediaan van de gazellen groter dan die van de andere groepen; zo niet worden de drempels cursief weergegeven.

Bibliografie

Audretsch D. (2012), *Determinants of high-growth entrepreneurship*.

Birch D. (1979), 'The Job Generation Process', MIT Program on Neighborhood and Regional Change, 302.

Birch D. (1981), 'Who Creates Jobs', *The Public Interest*, 65, 3-14.

Bravo-Biosca A., C. Criscuolo en C. Menon (2013), *What Drives the Dynamics of Business Growth?*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, 1, OECD Publishing, Paris.

Calvino F., C. Criscuolo en C. Menon (2015), *Cross-country evidence on start-up dynamics*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2015/06, OECD Publishing, Paris.

Calvino F., C. Criscuolo en C. Menon (2016), *No Country for Young Firms?: Start-up Dynamics and National Policies*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, 29, OECD Publishing, Paris.

Coad A. en F. Moreno (2015), *High growth firms: stylized facts and conflicting results*, SPRU Working paper series (SWPS), 2015-05.

Coad A., S. Daunfeldt, W. Hölzly, D. Johansson en P. Nightingale (2014), 'High-growth firms: introduction to the special section', *Industrial and Corporate Change*, 23(1), 91-112.

Coad A. en P. Nightingale (2014), 'Muppets and gazelles: political and methodological biases in entrepreneurship research', *Industrial and Corporate Change*, 23(1), 113-143.

Criscuolo C., P. Gal en C. Menon (2014), *The Dynamics of Employment Growth: New Evidence from 18 Countries*, OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, 14, OECD Publishing, Paris.

Daunfeldt S., D. Halvarsson en D. Johansson (2015), *A cautionary note on using the Eurostat-OECD definition of high-growth firms*, mimeo.

Daunfeldt S., N. Elert en D. Johansson (2015), *Are High-Growth Firms Overrepresented in High-Tech Industries?*, IFN Working Paper 1062.

Daunfeldt S. en D. Halvarsson (2015), 'Are high-growth firms one-hit wonders? Evidence from Sweden', *Small Business Economics*, 44(2), 361-383.

Davidsson P., L. Achtenhagen en L. Naldi (2005), *Research on small firm growth: a review*, European Institute of Small Business.

De Mulder J. en H. Godefroid (2016), 'Hoe kan het ondernemerschap in België worden gestimuleerd?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 65-83.

Dhyne E. en C. Duprez (2015), 'Heeft de crisis het DNA van de Belgische economie gewijzigd?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 31-43.

Dhyne E. en C. Duprez (2017), 'De wereld is klein... De integratie van de Belgische ondernemingen in de wereldeconomie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 27-39.

Dumont M. en C. Kegels (2016), *Young firms and industry dynamics in Belgium*, Federal Planning Bureau, Working paper 6-16.

Dumont M., C. Kegels, H. Spinnewyn en D. Verwerft (2017), 'The role of mergers and acquisitions in employment dynamics in Belgium', *Federal Planning Bureau*, 59-86.

Foster L., J. Haltiwanger en S. Syverson (2014), *The Slow Growth of New Plants: Learning About Demand?*, NBER Working Paper 17853.

Gibrat R. (1931), *Les inégalités économiques: applications, aux inégalités des richesses, à la concentration des entreprises, aux populations des villes, aux statistiques des familles, etc., d'une loi nouvelle: la loi de l'effet proportionnel*, Paris, Librairie du Recueil Sirey.

Haltiwanger J., R. S. Jarmin en J. Miranda (2013), 'Who creates jobs? Small versus large versus young', *The Review of Economics and Statistics*, 95(2), 347-361.

Hözl W. (2016), 'High growth firms in Europe', *Science, Research and Innovation performance of the EU, A contribution to the Open Innovation Open Science Open to the World Agenda*, 247-275

Mignon S. (2017), 'Wat kenmerkt Belgische high-growth firms?', *Trefpunt Economie*, 12.

Nesta (2009), *The vital 6 per cent. How high-growth innovative businesses generate prosperity and jobs*.

OECD (2007), *Eurostat-OECD Manual on Business Demography Statistics*, Paris.

OECD (2010), *High-Growth Enterprises. What Governments Can Do to Make a Difference*, OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship, OECD Publishing.

Storey (1994), *Understanding the Small Business Sector*. Routledge, London, UK.

UWE (2017), *Étude sur la situation de l'entreprise – Thème 2017: croissance des entreprises*.

Recent verloop van de financiële situatie van de ondernemingen en van de deelnemingsverhoudingen

P. Heuse
D. Vivet

Inleiding

Ieder jaar licht de Nationale Bank in haar Economisch Tijdschrift van december de ontwikkelingen toe zoals die blijken uit de jaarrekeningen van de niet-financiële vennootschappen. In het najaar beschikt de Balanscentrale immers over een voldoende representatief staal van de jaarrekeningen met betrekking tot het voorgaande jaar. De uit dat staal getrokken conclusies kunnen dus worden geëxtrapoleerd naar het geheel van de onderzoekspopulatie.

Dit jaar werd de analyse vooral bemoeilijkt door de omzetting in Belgisch recht van de Europese Richtlijn 2013/34/EU betreffende de financiële overzichten. De nieuwe bepalingen brengen een aantal veranderingen teweeg, zoals een grondige herziening van de begrippen grote en kleine onderneming in de zin van het Wetboek van vennootschappen en de invoering van het begrip microvennootschap. Daarnaast wijzigen ze de inhoud van de jaarrekeningen evenals de boekhoudkundige verwerking van bepaalde rubrieken, zoals de kosten van onderzoek en de uitzonderlijke resultaten. Aangezien deze nieuwigheden van toepassing zijn op de boekjaren die aanvangen vanaf 1 januari 2016, zorgen ze voor een nooit eerder geziene onderbreking in de reeks van de gegevens van de Balanscentrale, wat tot diverse problemen op het vlak van interpretatie en vergelijkbaarheid leidt. Naar aanleiding van deze veranderingen werden de bestudeerde populatie en de

analyseprocedures volledig herzien. Deze verschillende methodologische aspecten komen aan bod in het eerste deel van dit artikel. Het tweede deel licht zoals elk jaar het geaggregeerde verloop van de voornaamste posten van de exploitatierekening toe. Het derde deel evalueert de financiële situatie van de ondernemingen, onder meer via rentabiliteits- en solvabiliteitsratio's. In het vierde deel worden de deelnemingsverhoudingen tussen vennootschappen onderzocht, zoals die blijken uit de informatie in de jaarrekeningen.

1. Methodologische aspecten

1.1 Impact van de Europese richtlijn op de financiële overzichten

De wet en het koninklijk besluit van 18 december 2015 vertaalden Richtlijn 2013/34/EU van het Europees Parlement en van de Raad van 26 juni 2013 betreffende 'de jaarlijkse financiële overzichten, geconsolideerde financiële overzichten en aanverwante verslagen van bepaalde ondernemingsvormen' in Belgisch recht. De nieuwe regelgeving is van toepassing op de boekjaren die aanvangen vanaf 1 januari 2016. De voornaamste gevolgen ervan worden hieronder toegelicht.

Eerst en vooral werden nieuwe groottecriteria en nieuwe schema's van jaarrekeningen ingevoerd. Voortaan wordt een onderneming als klein beschouwd – en kan ze dus een verkort schema gebruiken – als ze op de afsluitingsdatum van het laatste boekjaar niet meer dan één van de volgende limieten overschrijdt :

- jaargemiddelde van het personeelsbestand: 50 VTE⁽¹⁾;
- omzet (exclusief btw): 9 000 000 euro (tegenover 7 300 000 euro voorheen);
- balanstotaal: 4 500 000 euro (tegenover 3 650 000 euro voorheen).

Daarnaast introduceert de wet het begrip ‘microvennootschap’, dat voordien niet bestond. Microvennootschappen zijn kleine vennootschappen – volgens de bovenvermelde groottecriteria – die geen dochtervennootschap of moedervennootschap zijn, en die niet meer dan één van de volgende limieten overschrijden:

- jaargemiddelde van het personeelsbestand: 10 VTE;
- omzet (excl. btw): 700 000 euro;
- balanstotaal: 350 000 euro⁽²⁾.

Microvennootschappen kunnen hun jaarrekeningen neerleggen aan de hand van een specifiek schema, het ‘micro-model’. Dit model bestaat uit een balans en resultatenrekening die identiek zijn aan die van het verkorte model, maar uit een minder uitgebreide bijlage.

Zoals vroeger moeten ondernemingen die niet voldoen aan de geldende criteria voor kleine ondernemingen, het volledige schema invullen. Merk op dat beursgenoteerde vennootschappen het volledige model moeten gebruiken, ongeacht hun grootte.

Terwijl de groottecriteria vroeger op geconsolideerde basis berekend moesten worden indien de vennootschap deel uitmaakte van een groep, bepaalt de nieuwe wetgeving

dat deze criteria voortaan op individuele basis gelden, behalve voor moedervennootschappen en vennootschappen die een consortium vormen (waarvan de grootte altijd op geconsolideerde basis te meten is).

Het verschijnen van de microvennootschappen en de wijziging van de groottecriteria leiden tot een onderbreking in de reeks van de gegevens en veroorzaken bijgevolg problemen op het vlak van interpretatie en vergelijkbaarheid. In het bijzonder de begrippen grote en kleine onderneming in de zin van het Wetboek van vennootschappen werden grondig herzien. De drempels werden niet alleen aangepast, maar zijn nu ook van toepassing op elke juridische entiteit en niet meer op het geconsolideerde niveau, wat de draagwijdte van de financiële analyse afhankelijk van de grootte diepgaand verandert. De financiële mechanismen die binnen groepen van ondernemingen werken, hebben immers aanzienlijke gevolgen op de boekhoudkundige positie van de vennootschappen; deze mechanismen hebben onder meer een invloed op het eigen vermogen, de intragroepsvoordelingen en -schulden, de structuur en de stabiliteit van de resultatenrekening en de liquide middelen (meer bepaald via cashpoolingactiviteiten).

In Tabel 1 wordt de verandering weergegeven in de schema's die de vennootschappen na de invoering van de nieuwe modellen neerlegden bij de Balanscentrale, begin april 2017. We stellen vast dat 83% van de vennootschappen die een volledig schema neerlegden voor 2015, ook voor 2016 een volledig schema neerlegden. Deze verhouding zal in de toekomst wellicht nog veranderen, omdat waarschijnlijk niet alle vennootschappen zich al aangepast hebben aan de nieuwe regelgeving. Het aantal verkorte schema's veranderde daarentegen veel sterker, aangezien meer dan de helft ervan in 2016 werd omgezet in een microschemas⁽³⁾. We herinneren eraan dat het in de praktijk, en vroeger trouwens ook al, doorgaans onmogelijk is om te controleren of ondernemingen zich

(1) De drempel van 100 VTE die automatisch tot de neerlegging van een volledig schema leidde, zelfs als de criteria voor omzet en balanstotaal niet overschreden werden, valt weg. Het begrip personeelsbestand werd overigens uitgebreid en houdt ook rekening met de werknemers van de vennootschap die actief zijn in het buitenland.

(2) Voor de gedetailleerde toepassingsregels van deze criteria verwijzen we naar het CBN-advies 2016/3 van de Commissie voor Boekhoudkundige Normen van 13 april 2016: 'Beoordeling groottecriteria artikelen 15 en 15/1 van het Wetboek van vennootschappen'.

(3) De bedrijven die geen jaarrekening hebben neergelegd voor 2015 maar wel één voor 2016, zijn voor een zeer groot deel nieuw opgerichte ondernemingen.

TABEL 1 VERANDERING IN HET TYPE DOOR DE ONDERNEMINGEN NEERGELEGDE SCHEMA

(vennootschappen die hun rekeningen 2016 na 15 april 2017 neergelegd hebben)

Schema neergelegd voor boekjaar 2015	Schema neergelegd voor boekjaar 2016		
	Volledig schema	Verkort schema	Microschema
Volledig schema	15 150	2 923	94
Verkort schema	552	117 220	123 036
Geen neerlegging	328	10 713	3 823

Bron: NBB.

aan de groottecriteria houden, wegens de complexiteit van de in aanmerking te nemen parameters en het feit dat bepaalde sleutelgegevens niet beschikbaar zijn, zoals de omzet die in de overgrote meerderheid van de verkorte en microschemas niet wordt opgegeven.

Tot slot wijzigt de nieuwe wetgeving de presentatie en/of opname van verscheidene rubrieken. Een van de meest opvallende wijzigingen is dat de resultatenrekening geen rubriek voor het uitzonderlijke resultaat meer omvat: de uitzonderlijke elementen moeten voortaan binnen het bedrijfsresultaat en het financieel resultaat worden verdeeld als niet-recurrente opbrengsten en kosten. De nieuwe wet voorziet trouwens in een andere verwerking voor de kosten van onderzoek en de kosten van ontwikkeling: de eerste moeten binnen het jaar afgeschreven worden, terwijl de laatste activeerbaar blijven. De impact van de laatste wijziging wordt gemeten in paragraaf 2.3.

1.2 Bestudeerde populatie

Naar aanleiding van de bovenvermelde onderbreking in de reeks van de gegevens, werden de bestudeerde populatie en de analyseprocedures volledig herzien. In grote lijnen bestaat de bestudeerde populatie voortaan uit de vennootschappen van de niet-financiële sector (S11) zoals bepaald door het Instituut voor de Nationale Rekeningen.

Bepaalde categorieën ondernemingen worden hiervan echter uitgesloten. De voornaamste uitsluiting heeft betrekking op de overheidsbedrijven. De principes van financiële analyse die doorgaans toegepast worden op particuliere vennootschappen kunnen in de grote meerderheid van de gevallen niet rechtstreeks naar hen overgeheveld worden: enkele uitzonderingen niet te na gesproken, zijn overheidsbedrijven niet actief op klassieke concurrerende markten en onderscheiden ze zich door een reeks specifieke kenmerken die onder meer verband houden met de regelgeving, de prijsbepaling, de financieringswijze (subsidiëring) en het maatschappelijk doel. Het gaat voornamelijk om overheidsbedrijven met een (natuurlijke) monopoliepositie, waaronder de openbare vervoersmaatschappijen, de distributienetbedrijven (elektriciteit, gas, water, enz.) en de beheersmaatschappijen van openbare infrastructuur (luchthavens, havens, enz.); het gaat eveneens om overheidsbedrijven met een sociaal oogmerk of die het algemeen belang dienen, zoals sociale huisvestingsmaatschappijen, rust- en opvangtehuizen, economische ontwikkelingsmaatschappijen, milieu-beheersbedrijven, enz. Vrijwel al die vennootschappen (enkele honderden) werden dus van de analyse uitgesloten, op basis van de lijst van de publieke eenheden die het

Instituut voor de Nationale Rekeningen opstelde. Alleen overheidsbedrijven die actief zijn op voldoende concurrerende markten werden in de populatie behouden, in het bijzonder de vennootschappen van de Proximus-groep.

De populatie werd dan nog gefilterd om zoveel mogelijk vennootschappen te elimineren die de vorm van een holding of thesauriecentrum hebben; deze vennootschappen werden geselecteerd op basis van het aandeel van de financiële vaste activa en de intragroepvorderingen op hun balans. Tot slot werden bepaalde vennootschappen met een specifieke rechtsvorm uitgesloten, evenals ondernemingen in gerechtelijke ontbinding.

De populatie die zo verkregen werd, telt iets minder dan 333 000 jaarrekeningen voor boekjaar 2015, het laatste volledige boekjaar.

1.3 Constant staal

Zoals elk jaar zijn de jaarrekeningen met betrekking tot het laatst bestudeerde boekjaar, in casu 2016, nog niet allemaal beschikbaar op het moment van de analyse. Dat komt doordat heel wat jaarrekeningen ofwel te laat worden neergelegd, ofwel de rekenkundige en logische controles van de Balanscentrale niet doorstaan. Daarom worden de gegevens voor 2016 geraamd op basis van een constant staal. Dat bestaat uit de ondernemingen die een jaarrekening hebben neergelegd voor een boekjaar van twaalf maanden, zowel voor het boekjaar 2015 als voor het boekjaar 2016. De methode bestaat erin de resultaten voor 2016 te extrapoleren op basis van de ontwikkelingen in het staal, die representatief worden geacht voor het verloop van de hele populatie. Zoals in de vorige uitgaven van dit artikel is gebleken, gaat het om een hypothese die grotendeels wordt bewaarheid: de extrapolaties geven in de meeste gevallen een goede indicatie van de richting en de omvang van de reële bewegingen.

Het staal voor dit jaar werd op 11 september 2016 getrokken. Het telt 256 502 jaarrekeningen, of 75,2% van het totale aantal jaarrekeningen dat is neergelegd voor het boekjaar 2015. De representativiteitsgraad naar toegevoegde waarde bereikt 82,3%. De representativiteit is te vergelijken met die van de vorige stalen wat het aantal ondernemingen betreft, maar ligt iets lager wat toegevoegde waarde betreft. Dat is te verklaren door de toename van het aantal jaarrekeningen dat niet voldoet aan de controles van de Balanscentrale (onder meer door interpretatieproblemen van de nieuwe wetgeving) of dat neergelegd werd in PDF-formaat (wat een manuele invoering bij de Balanscentrale impliceert en de verwerkingstermijnen dus verlengt).

2. Geaggregeerd verloop van de exploitatierekening

2.1 Conjunctuurklimaat in 2016

In aansluiting op de twee voorgaande jaren bleef de economische groei in 2016 matig: over het jaar als geheel steeg het bbp naar volume met 1,5 % (tegen 1,4 % in zowel 2015 als 2014). De economische groei bleek dus sterk verankerd, en dit ondanks de weerslag van de terroristische aanslagen, die het toerisme en de horeca aantastten. Het vertrouwen van de bedrijfsleiders bleef gedurende het hele jaar duidelijk toenemen. In het jaarverslag 2016 van de Bank en in de economische projecties die in een ander artikel van dit Tijdschrift verschijnen, wordt een gedetailleerd overzicht gegeven van het conjunctuurklimaat in België.

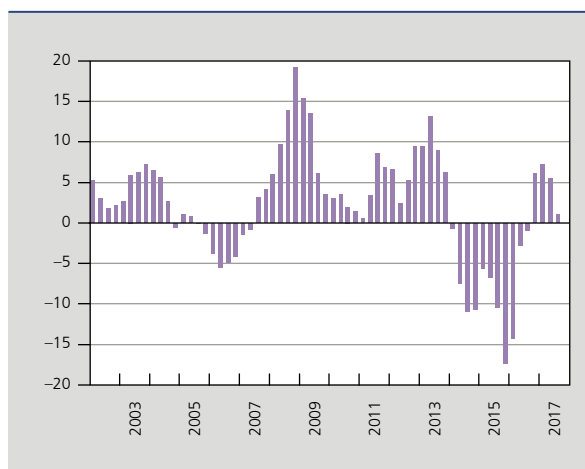
Tegen die achtergrond hield de daling in 2014 (-8,6 %) en in 2015 (-9,1 %) van het aantal faillissementen over het hele jaar 2016 aan, zij het in een geringer tempo (-6,1 %)⁽¹⁾. Als gevolg van die neerwaartse trend gedurende drie opeenvolgende jaren bereikte het aantal faillissementen in 2016 het laagste peil sinds 2009. Er moet echter worden opgemerkt dat de verandering op jaarbasis een omkering van de tendens in de loop van het jaar verhult: sinds het derde kwartaal van 2016 vertoont het aantal faillissementen immers opnieuw een stijging. Deze toename van de kwetsbaarheid was in zeer hoge mate toe te schrijven aan de Brusselse ondernemingen, meer bepaald aan die welke actief zijn in de horeca, de bouwnijverheid, de diensten aan ondernemingen, de handel en het vervoer. De aanslagen van maart 2016 en de verschillende stedenbouwkundige problemen worden dikwijls aangehaald als verklaring voor die toegenomen kwetsbaarheid in de hoofdstad. In het Vlaams Gewest en het Waals Gewest bleef de stijging van het aantal faillissementen daarentegen zeer beperkt.

Daarbij moet overigens worden opgemerkt dat verschillende factoren een invloed kunnen uitoefenen op de faillissementsstatistiek, zoals die worden afgeleid uit de gegevens die de rechtbanken van koophandel bij de Kruispuntbank van Ondernemingen aangeven. Zo werden de toepassingsvoorwaarden van de wet op de continuïteit van de ondernemingen in 2013 en in 2015 verstrengd. Daardoor verleenden de rechtbanken van koophandel aanzienlijk minder vaak uitstel van betaling, en gingen naar alle waarschijnlijkheid ondernemingen failliet die

(1) Er zij aan herinnerd dat de kwartaalgroei van het aantal faillissementen en die van het bbp negatief gecorreleerd zijn, met een coëfficiënt van -0,47 over de periode 2001-2017. De invoering van een verschuiving met een of twee kwartalen tussen beide grootheden resulteert in een minder uitgesproken correlatie (-0,35 bij een verschuiving met één kwartaal, -0,21 bij een verschuiving met twee kwartalen).

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN HET AANTAL BEDRIJFSFAILLISSEMENTEN IN BELGIË⁽¹⁾

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



Bronnen: FOD Economie, KMO, Middenstand en Energie, eigen berekeningen.

(1) Gegevens afgevlakt aan de hand van een gecentreerd voortschrijdend gemiddelde over drie kwartalen.

voorheen een uitstel zouden hebben gekregen. Daarnaast kunnen interne organisatorische aspecten in de rechtbanken van koophandel leiden tot een verzadiging en vervolgens een inhaalbeweging bij de verwerking van de gegevens die aan de Kruispuntbank van Ondernemingen worden bezorgd.

2.2 Geaggregeerd verloop van de exploitatierekening

In het hierboven beschreven conjunctuurklimaat steeg de totale toegevoegde waarde die door de niet-financiële vennootschappen wordt gecreëerd – dat is het verschil tussen de verkoopopbrengsten en de kosten van de door derden geleverde goederen en diensten – in 2016 met 4,8 % tegen lopende prijzen (zie tabel 2). We moeten echter onderstrepen dat het geaggregeerd verloop van de resultatenrekening steeds meer verstoord wordt door eenmalige operaties in een beperkt aantal ondernemingen die meestal deel uitmaken van multinationals. Het kan onder meer gaan om de reorganisatie van de handelstransacties of van de facturatiwijze ten aanzien van de vennootschappen van dezelfde groep die in het buitenland gevestigd zijn. Hoewel dergelijke operaties doorgaans geen impact hebben op de economische realiteit van de activiteit, kunnen ze tot aanzienlijke verschillen in de exploitatierekening van de betrokken Belgische vennootschappen leiden. Dat was het geval in 2016, toen grote operaties van dit type een invloed hadden op de resultaten van

TABEL 2 GEAGGREGEERD VERLOOP VAN DE BELANGRIJKSTE AGGREGATEN VAN DE EXPLOITATIEREKENING
(lopende prijzen)

	Veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar						In € miljoen	In % van de toe- gevoegde waarde
	2011	2012	2013	2014	2015	2016 r		
Toegevoegde waarde	4,3	0,9	1,5	1,8	3,2	4,8	178 648	100,0
Personeelskosten	(-) 5,2	2,8	1,8	1,1	1,1	2,5	97 810	54,7
Overige kasbedrijfskosten ⁽¹⁾	(-) 7,4	2,3	0,5	-0,2	4,3	6,7	9 593	5,4
Brutobedrijfsresultaat	2,6	-2,2	1,3	3,1	6,3	8,0	71 246	39,9
Afschrijvingen en waardeverminderingen ⁽²⁾ ...	(-) 5,5	3,5	2,4	2,4	0,1	13,0	35 084	19,6
Overige niet-kasbedrijfskosten ⁽³⁾	(-) -14,1	12,0	4,4	-35,3	26,0	18,1	1 138	0,6
Nettobedrijfsresultaat	0,8	-7,9	0,0	5,4	12,3	3,1	35 024	19,6

Bron: NBB.

(1) Voornamelijk bedrijfsbelastingen en -taksen.

(2) Op materiële vaste activa, immateriële vaste activa en oprichtingskosten (rubriek 630).

(3) De waardeverminderingen op voorraden, op bestellingen in uitvoering en op handelsvorderingen, evenals de voorzieningen voor risico's en kosten.

de farmaceutische nijverheid. Als we deze tak van de analyse uitsluiten, is de totale toegevoegde waarde in 2016 met 3,3 % gestegen, een tempo dat vergelijkbaar is met dat van 2015.

De toegevoegde waarde die een onderneming creëert, stelt haar in staat de bedrijfskosten te dekken en, ten belope van het overschot, een bedrijfsresultaat te boeken. Voor alle ondernemingen samen zijn de personeelskosten, die het grootste deel van de bedrijfskosten vertegenwoordigen, in 2016 met 2,5 % gestegen. Deze toename is vooral toe te schrijven aan het verloop van de werkgelegenheid, die met 1,8 % in voltijdse equivalenten is aangegroeid, wat de meest uitgesproken stijging van de vijf voorbije jaren is. Na omzeggens een stagnering in 2015 zijn de uurloonkosten in de private sector in 2016 teruggelopen, als gevolg van nieuwe verlagingen van de werkgeversbijdragen die op 1 januari en 1 april ingingen, uitgestelde effecten van de indexsprong op bepaalde sectorale indexeringsmechanismen, en de beperkte toename van de conventionele loonstijgingen.

Nadat de resterende kasbedrijfskosten in rekening zijn gebracht⁽¹⁾, bedraagt de groei van het brutobedrijfsresultaat 8,0 % in 2016, opnieuw een verbetering ten opzichte van de voorgaande jaren. Zonder de farmaceutische nijverheid bereikt de groei 4,2 %. Over het geheel genomen is deze nieuwe stijging van het brutobedrijfsresultaat het gecombineerde gevolg van de toegenomen activiteit en de matiging van de kosten, in het bijzonder

de loon- en grondstoffenkosten. In de loop van 2016 zijn de grondstoffenprijzen weliswaar een beetje gestegen, maar ze blijven nog ruimschoots onder het gemiddelde van de voorgaande jaren, toen ze een sterke daling kenden.

Na de personeelskosten vormen de afschrijvingen en de waardeverminderingen op materiële vaste activa, immateriële vaste activa en oprichtingskosten de belangrijkste bedrijfskosten. Terwijl het groeitempo van deze kosten sinds 2011 aanhoudend daalde, en in 2015 bijna nul bereikte, is het in 2016 tot 13 % opgeveerd. Deze ontwikkeling, die het nettobedrijfsresultaat sterk drukt, is echter nauwelijks representatief, aangezien ze vooral de wijzigingen in de boekingswijze van de kosten van onderzoek weerspiegelt, die hieronder aan bod komen.

2.3 Boeking van de kosten van onderzoek en impact op het resultaat

Tot 2016 stond het Belgisch recht onder bepaalde voorwaarden toe dat ondernemingen de kosten van onderzoek en ontwikkeling (O&O) van een boekjaar onder de activa opnamen als immateriële vaste activa, om ze vervolgens progressief af te schrijven. Richtlijn 2013/34/EU, die onder meer tot doel heeft om de structuur en de inhoud

(1) Voornamelijk bedrijfsbelastingen en -taksen.

van de jaarrekeningen op Europees niveau te harmoniseren, staat voortaan echter enkel nog de activering van de kosten van ontwikkeling toe.

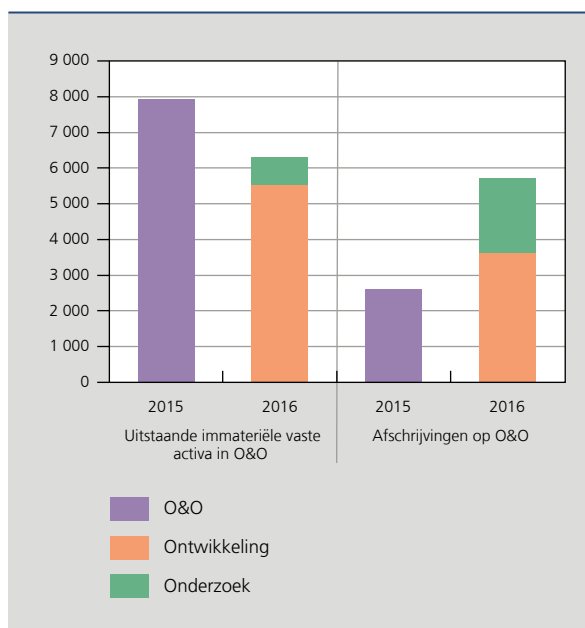
Volgens de Commissie voor Boekhoudkundige Normen⁽¹⁾ stemt de onderzoeksfase overeen met 'de originele, systematisch uitgevoerde werkzaamheden, in de hoop inzicht te verkrijgen en nieuwe wetenschappelijke of technische kennis te verwerven', terwijl de ontwikkelingsfase betrekking heeft op de 'concrete uitvoering van ontwerpen of studies voor de productie van nieuwe of aanzienlijk verbeterde materialen, werktuigen, producten, procedés, systemen of diensten door gebruik te maken van ontdekkingen of verworven kennis alvorens een productie te starten die kan worden gecommercialiseerd'. De ontwikkelingsfase vertoont dus een zeker en concreet karakter dat ontbreekt in de onderzoeksfase.

In België zijn bepaalde fiscale bepalingen⁽²⁾ gericht op de bevordering van O&O in vennootschappen. Het gebruik van deze stelsels hangt samen met het bestaan van vaste activa in de boekhoudkundige staten van de betrokken ondernemingen, en dus met de activering van deze O&O-uitgaven. Aangezien de kosten van onderzoek voortaan niet meer geactiveerd mogen worden, ging de omzetting van de Europese Richtlijn in Belgisch recht gepaard met een specifieke boekhoudkundige verwerking van deze kosten. Elke uitgave die voor onderzoek gedaan wordt in de loop van een boekjaar dat aanvangt na 31 december 2015 en als immaterieel vast actief geboekt wordt, moet onmiddellijk en integraal afgeschreven worden; het bedrag van de investering en het – identieke – bedrag van de afschrijving verschijnen allebei in de daartoe bestemde bijlage. Aangezien de nettoboekwaarde van het betrokken vast actief op het einde van het boekjaar nul bedraagt, verschijnt ze niet in de balans. Merk op dat de kosten van onderzoek van de vorige boekjaren een overgangsregime volgen: ze kunnen bij de activa blijven staan en onderworpen blijven aan het afschrijvingsstelsel dat voordien van kracht was. De kosten van ontwikkeling van hun kant kunnen nog steeds geactiveerd en afgeschreven worden tijdens de levensduur van het gevormde vast actief. De maximumperiode waarover de activa afgeschreven kunnen worden bedraagt nu tien jaar, tegenover vijf jaar vroeger.

Om rekening te houden met deze wijziging, werd de als bijlage opgenomen tabel met betrekking tot de kosten voor

GRAFIEK 2 IMPACT VAN DE VERANDERING IN AFSCHRIJVINGSWIJZE VAN DE KOSTEN VAN ONDERZOEK

(in € miljoen, grote ondernemingen⁽¹⁾)



Bron: NBB.

(1) Ondernemingen die zowel voor 2015 als voor 2016 een volledig schema neerlegden.

onderzoek en ontwikkeling, die voorkomt in de volledige schema's⁽³⁾, gesplitst voor de boekjaren die aanvangen na 31 december 2015. Daardoor verschijnen de kosten van ontwikkeling en de kosten van onderzoek apart, evenals de afschrijvingen en waardeverminderingen die de boekwaarde ervan beïnvloeden.

Uit de analyse van de beschikbare gegevens voor de ondernemingen die zowel voor 2015 als voor 2016 een volledig schema neerlegden, blijkt dat het totale bedrag van de O&O-kosten die onder de activa werden opgenomen tussen 2015 en 2016 met 20% is afgenomen, terwijl het bedrag van de afschrijvingen tegelijkertijd sterk gestegen is en een verdubbeling vertoont (zie grafiek 2). In 2016 vertegenwoordigden de kosten van onderzoek bij de activa nog 12% van de totale O&O-kosten; het gaat om de restwaarde van de kosten van onderzoek die eerder geactiveerd maar nog niet volledig afgeschreven werden. De afschrijvingen van uitgaven voor onderzoek vertegenwoordigden 37% van het totaal. Merk op dat deze uitgaven sterk geconcentreerd zijn: in 2016 maakten minder dan een veertigtal ondernemingen melding van kosten van onderzoek, en meer dan twee derde van de uitgaven ter zake is terug te brengen tot een enkele onderneming uit de farmaceutische nijverheid.

De ondernemingen hebben de nieuwe tabellen van de bijlage echter niet op een uniforme manier gebruikt. Zo kan

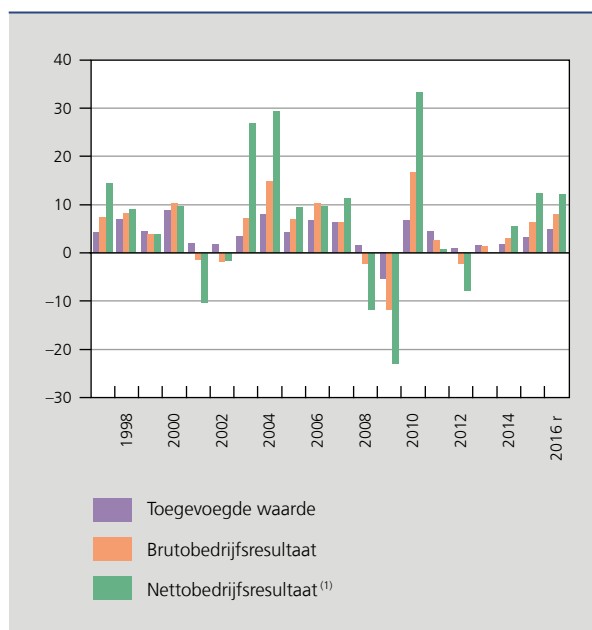
(1) CBN-advies 2012/13 van de Commissie voor Boekhoudkundige Normen van 10 oktober 2012, 'De boekhoudkundige verwerking van immateriële vaste activa'.

(2) Het gaat concreet om de aftrek voor milieuvriendelijke investeringen voor onderzoek en ontwikkeling en het belastingkrediet voor onderzoek en ontwikkeling.

(3) In de bijlage van de verkorte schema's en de microschemas worden de immateriële vaste activa niet ingedeeld volgens de aard ervan. In deze schema's zijn de kosten van (onderzoek en van) ontwikkeling dan ook niet afzonderlijk terug te vinden.

GRAFIEK 3 LANGETERMIJNVERLOOP VAN DE BELANGRIJKSE AGGREGATEN VAN DE EXPLOITATIEREKENING

(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bron: NBB.

(1) Verloop bij constante O&O-afschrijvingen in de grote ondernemingen tussen 2015 en 2016.

worden vastgesteld dat sommige ondernemingen de betrokken rubrieken niet hebben ingevuld, terwijl ze in hun beheersrapport nochtans uitdrukkelijk verwijzen naar de impact van de nieuwe regels. De precieze impact hiervan valt dan ook moeilijk in te schatten. Indien het verschil van de afschrijvingen in O&O tussen 2015 en 2016 echter wordt geneutraliseerd, zou de groei van het nettobedrijfsresultaat van de ondernemingen als geheel 12,2% bedragen, tegen slechts 3,1% zonder correctie.

Grafiek 3 geeft ter informatie het langetermijnverloop van de voornaamste aggregaten van de exploitatierekening, namelijk de toegevoegde waarde en het bruto- en het nettobedrijfsresultaat (het laatste gecorrigeerd voor de afschrijvingen van O&O-kosten in 2016). We zien er onder meer de impact van de conjunctuur op de resultaten van de ondernemingen, zoals de weinig gunstige context in het begin van de jaren 2000, de recessie van 2008-2009 en de latere oplevingen.

3. Verloop van de financiële situatie van de ondernemingen

De onderstaande financiële analyse berust op de interpretatietheorie van de jaarrekeningen aan de hand van meerdere ratio's. De definitie van deze ratio's is opgenomen in

bijlage 1. De ratio's worden voornamelijk voorgesteld in de vorm van globalisaties en medianen. Bij de globalisatie van een ratio wordt de som van de tellers van alle vennootschappen gedeeld door de som van hun noemers. De mediaan is de centrale waarde van een geordende verdeling: voor een bepaalde ratio heeft 50% van de vennootschappen een ratio dat boven de mediaan ligt en 50% een ratio dat eronder ligt. Beide metingen zijn complementair omdat ze beantwoorden aan verschillende noden. Rekening houdend met het gewicht van elke waarneming in de teller en in de noemer, geeft de globalisatie vooral de situatie van de grootste ondernemingen weer. De mediaan weerspiegelt daarentegen de ontwikkeling van de volledige verdeling, want deze wordt in gelijke mate beïnvloed door elke onderneming, ongeacht de grootte ervan.

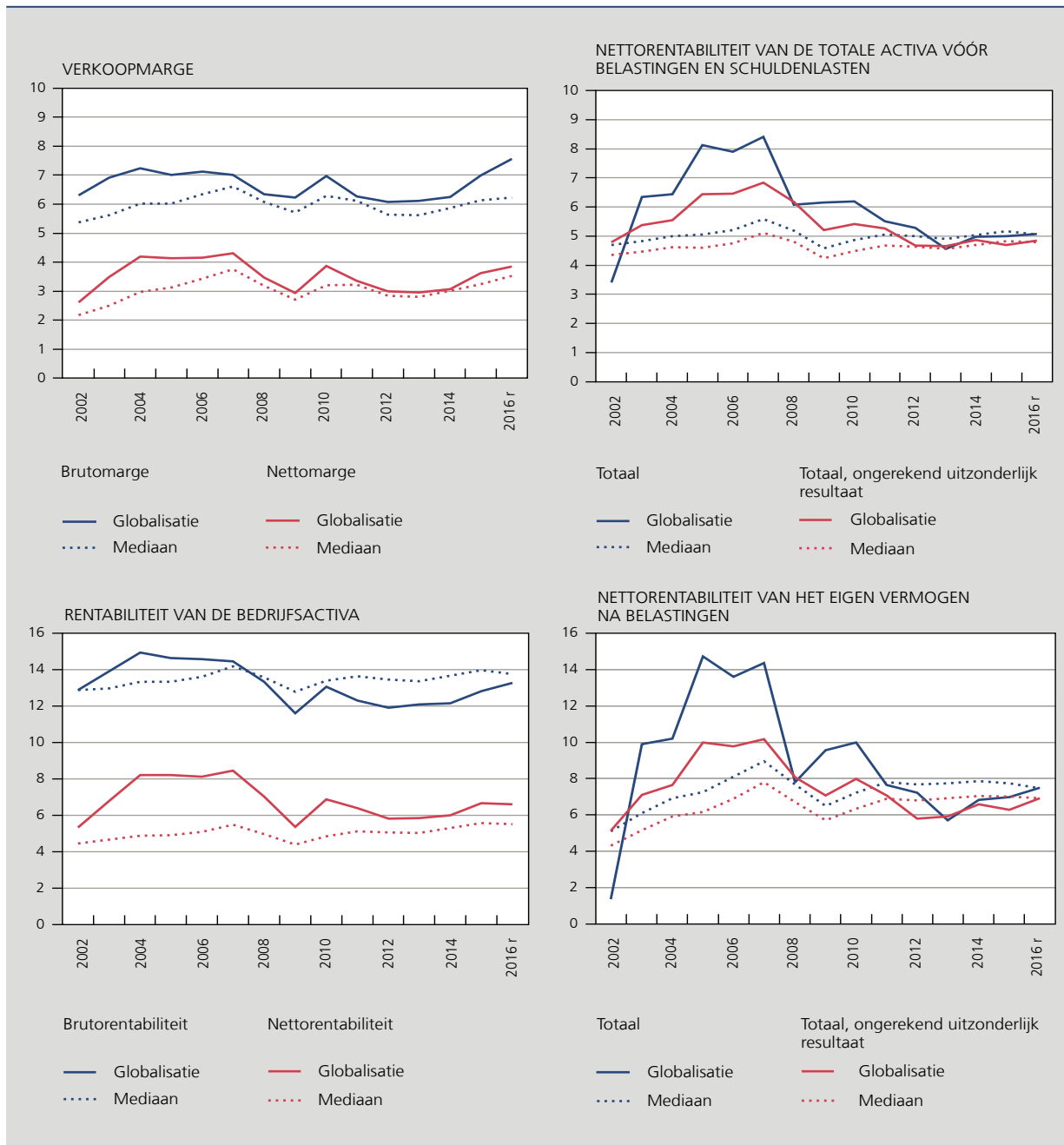
3.1 Rentabiliteit

In het kader van dit artikel wordt de rentabiliteit onderzocht aan de hand van vier ratio's (zie grafiek 4): de verkoopmarge (die enkel berekend wordt voor de grote ondernemingen), de rentabiliteit van de bedrijfsactiva, de rentabiliteit van de totale activa en de rentabiliteit van het eigen vermogen.

De rentabiliteit van de verkopen wordt traditioneel gemeten aan de hand van de nettoverkoopmarge. De marge geeft aan of de onderneming in staat is om, nadat alle operationele kosten zijn vergoed (financiële, uitzonderlijke en fiscale elementen buiten beschouwing gelaten), uit de verkoopinkomsten winst over te houden. In 2016 werd het verloop van het nettobedrijfsresultaat, dat in de teller verschijnt, vertekend door de wijziging van het boekhoudstelsel dat van toepassing is op de afschrijvingen van de kosten van onderzoek. Daarom wordt ook de bruto-indicator, die de bedrijfswinst vóór niet-kaskosten rapporteert, opgegeven. De rentabiliteit van de bedrijfsactiva vergelijkt het recurrente bedrijfsresultaat⁽¹⁾ en de bedrijfsactiva op korte en op lange termijn. Deze ratio weerspiegelt de commerciële resultaten ten opzichte van de balanselementen die rechtstreeks verband houden met de exploitatie. De economische rentabiliteit meet de verhouding van het nettoresultaat vóór belastingen en financiële kosten tot alle ingezette werkingsmiddelen, de totale activa dus. De winst wordt onderzocht vóór belastingen en financiële kosten om los te staan van de fiscaliteit en het financieringsbeleid. De

(1) De omzetting van Richtlijn 2013/34/EU vertaalde zich in de resultatenrekening door een herverdeling van de uitzonderlijke elementen tussen de bedrijfsopbrengsten/-kosten en de financiële opbrengsten/kosten. Deze niet-recurrente elementen, die verband houden met de exploitatie of het financiële beheer, verschijnen echter in een specifieke rubriek, zodat het altijd mogelijk is om ze te onderscheiden van de recurrente elementen, die hier als enige in overweging worden genomen.

GRAFIEK 4 RENTABILITEIT⁽¹⁾
(in %, alle ondernemingen, tenzij anders vermeld)



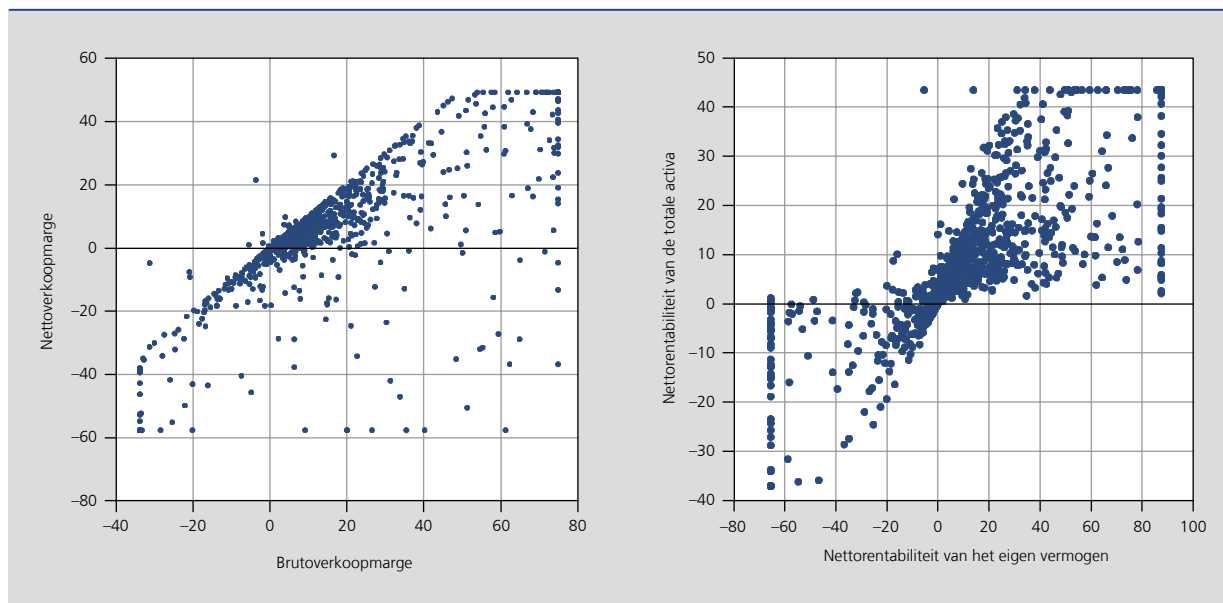
Bron: NBB.

(1) De margeratio's worden enkel berekend voor de grote ondernemingen. Het brutogegeven wordt berekend vóór aftrek van de afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen voor risico's en kosten in de teller, het nettogegeven na aftrek van deze kosten.

ratio kan zonder uitzonderlijke – niet-recurrente – resultaten berekend worden, wanneer alleen het resultaat van de normale activiteiten beoogd wordt. Voor de rentabiliteit van het eigen vermogen, of de financiële rentabiliteit, wordt de winst na belastingen gedeeld door het totale eigen vermogen. Ze geeft een indicatie van het rendement dat de aandeelhouders uit de activiteit van de onderneming halen.

De ratio's verkoopmarge en rentabiliteit van de bedrijfsactiva, met in de teller het bedrijfsresultaat, evalueren allebei de commerciële resultaten van de ondernemingen, de eerste op de schaal van enkel de grote ondernemingen, de andere voor alle ondernemingen. De niveaus van beide indicatoren verschillen, maar ze kennen een gelijkaardig verloop. Bij de geglobaliseerde gegevens heeft de recessie van 2008-2009 tot een daling van de ratio's geleid,

GRAFIEK 5 PUNTENWOLKEN TUSSEN RENTABILITEITSRATIO'S
(2015)



Bron: NBB.

die zich vervolgens tussen 2011 en 2014 stabiliseerden op een niveau dat heel wat lager dan voor de crisis. In 2015 tekende zich een herstel af dat in 2016 aanhield, dankzij de daling van de grondstoffenprijzen – ondanks een knik in de curve en opnieuw een stijging in de loop van 2016 – en de gunstige wisselkoers ten opzichte van de Amerikaanse dollar, in combinatie met een daling van de loonkosten. Het verloop van de mediaanindicatoren geeft voor de afgelopen twee jaar echter een minder gunstig beeld: zo bereikte de ratio die de brutorentabiliteit van de bedrijfsactiva meet, vanaf 2010 een niveau dat vergelijkbaar was met dat vóór de crisis, maar vervolgens is die ratio nog amper veranderd, wat aantoont dat niet alle ondernemingen in gelijke mate profijt trokken van de recente verbetering van de economische omgeving.

De ratio's rentabiliteit van de totale activa en van het eigen vermogen⁽¹⁾ verruimen het concept resultaat dat in aanmerking genomen wordt door de financiële en uitzonderlijke resultaten erin op te nemen. Ze vertonen eveneens een gelijkaardig profiel, al is de tweede volatieler dan de eerste aangezien het resultaat daar een lagere waarde in de noemer heeft. Het rentabiliteitspercentage van de totale activa in geglobaliseerde termen is met ongeveer

3 procentpunt gedaald ten opzichte van de niveaus vóór de crisis en is sinds 2013 opnieuw gestegen tot ongeveer 5 %. Op lange termijn is een deel van de daling te verklaren door de invloed van de uitzonderlijke resultaten. Deze hebben substantieel bijgedragen tot de ondersteuning van de rentabiliteit van de ondernemingen in de jaren vóór de crisis – tot 1,7 procentpunt in 2005 – terwijl deze bijdrage vrij beperkt is sinds 2013. Op te merken valt dat de mediaanratio's, of ze nu al dan niet de uitzonderlijke resultaten omvatten, van hun kant opmerkelijk stabiel zijn in de tijd, met een standaardafwijking van slechts 0,2 procentpunt over de voorbije vijftien jaar. Daarnaast zijn de verschillen tussen de geglobaliseerde en mediaanreeksen, die de eerste tien jaar van de beschouwde periode heel groot waren, sindsdien volledig verdwenen: de geregistreerde waarden schommelen sinds 2013 rond 5 %, ongeacht de gebruikte reeks.

Hoewel ze de rentabiliteit onder verschillende vormen weergeven, zijn de zonet besproken ratio's (heel) duidelijk gecorreleerd: na winsorisatie op de percentielen 5 en 95 (noodzakelijke bewerking wegens de extreme waarden)⁽²⁾ liggen de correlatiecoëfficiënten immers tussen +0,53 en +0,94, afhankelijk van de beschouwde paren van ratio's. Grafiek 5 geeft ter informatie twee voorbeelden van puntenwolken voor een willekeurig staal van 1 000 jaarrekeningen. Naast de duidelijk positieve correlatie brengt deze grafiek bepaalde bijzonderheden aan het licht. Zo ligt de nettoverkoopmarge in de grote meerderheid van

(1) In bijlage 3 vindt u een sectorale opsplitsing van de resultaten voor de ratio rentabiliteit van het eigen vermogen.

(2) Er wordt aan herinnerd dat een winsorisering op de percentielen 5 en 95 betekent dat de waarden lager dan percentiel 5 worden geëgaliseerd op percentiel 5, terwijl de waarden hoger dan percentiel 95 worden geëgaliseerd op percentiel 95.

de gevallen lager dan de brutomarge, wat strookt met de intuïtie; toch vertonen enkele zeldzame ondernemingen een hogere nettomarge, wat te verklaren is door terugnemingen van voorzieningen en/of waardeverminderingen. Ook de impact van de winsorisatie is zichtbaar, onder meer voor de rentabiliteit van het eigen vermogen, die de bewerking onderaan begrenst op -66% en bovenaan op +88%. Deze ratio wordt in het bijzonder gekenmerkt door abnormale waarden, vooral wegens de noemer ervan die een heel lage positieve waarde kan vertonen als gevolg van overgedragen verliezen⁽¹⁾.

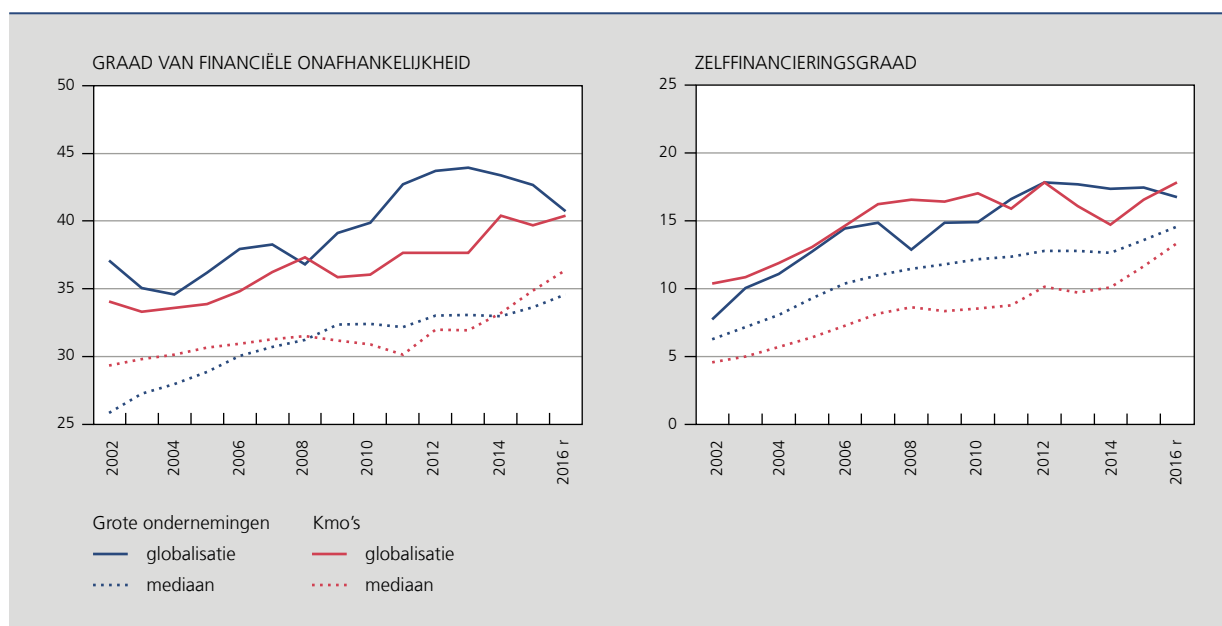
3.2 Solvabiliteit

De solvabiliteit geeft het vermogen van de ondernemingen weer om hun verplichtingen op korte en lange termijn na te komen. De voornaamste maatstaf van solvabiliteit is de graad van financiële onafhankelijkheid. Dit is de verhouding tussen het eigen vermogen en de totale passiva. Een alternatieve maatstaf van de solvabiliteit is de zelffinancieringsgraad, met in de teller enkel de reserves en overgedragen resultaten, terwijl de noemer onveranderd blijft. Deze ratio omvat de rentabiliteit uit het verleden van een onderneming, haar beleid inzake bestemming van de resultaten en onrechtstreeks haar anciënniteit. De zelffinancieringsgraad volgt van nature een soortgelijk verloop als de graad van financiële onafhankelijkheid, omdat de reserves een groot aandeel van het eigen vermogen vertegenwoordigen.

Zoals blijkt uit grafiek 6, is de graad van financiële onafhankelijkheid de voorbije vijftien jaar beduidend verbeterd, zowel voor de grote ondernemingen – waarvan de ratio's doorgaans hoger liggen – als voor de kmo's⁽²⁾. In de tweede helft van de jaren 2000 werd de langetermijntrends versterkt door de invoering van de belastingaftrek voor risicokapitaal (de 'notionele interestaftrek'). Deze maatregel vertaalde zich in een grote toestroom van buitenlands kapitaal naar België, vooral ten voordele van de heel grote ondernemingen, in het bijzonder in de tak 'activiteiten van hoofdkantoren', die van deze analyse wordt uitgesloten omdat ze ondernemingen met een hoofdzakelijk financieel doel omvat. De voorbije jaren hebben de beperkingen die geleidelijk aangebracht werden aan de aftrek, in combinatie met de rentedaling, de aantrekkingskracht ervan echter aanzienlijk verlaagd. Dat wordt vooral weerspiegeld in het verloop van de geglobaliseerde ratio van de grote ondernemingen, die sinds 2013 gedaald is, onder meer als gevolg van een aantal grootscheepse kapitaalverminderingen. In de groep van de kmo's heeft de geglobaliseerde ratio zich de voorbije jaren daarentegen gestabiliseerd op een hoog niveau, terwijl een uitgesproken stijging werd vastgesteld voor de mediaanratio, wat op een vloedgolf wijst die de meerderheid van deze ondernemingen treft.

(1) De ratio wordt niet berekend in de gevallen waar het eigen vermogen negatief is.
 (2) In bijlage 4 vindt u een sectorale opsplitsing van de resultaten voor de graad van financiële onafhankelijkheid.

GRAFIEK 6 SOLVABILITEIT
(in %)



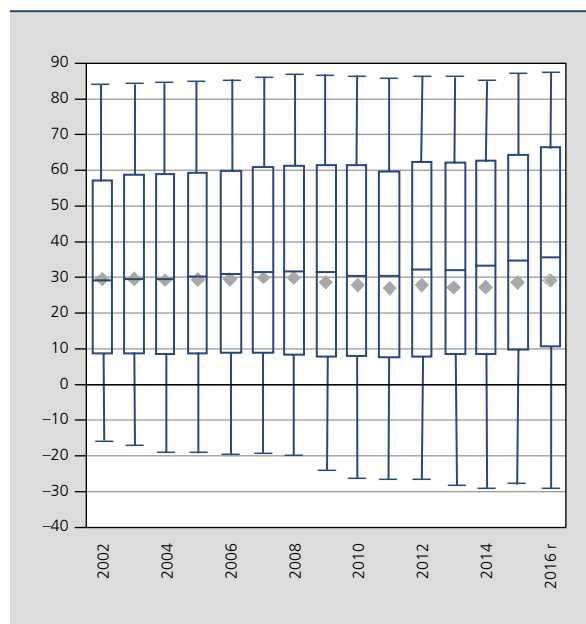
Bron: NBB.

Het verloop van de mediaanwaarden bij de kmo's werd in ruime mate beïnvloed door de wijzigingen van de voorbije jaren in de fiscale behandeling van de liquidatiebonussen. Ter herinnering: de liquidatiebonus stemt grosso modo overeen met de opgebouwde winstreserves van een vennootschap die in geval van vereffening aan de eigenaars worden uitgekeerd. Deze bonus wordt als een dividend beschouwd en is dus onderworpen aan de roerende voorheffing. Terwijl in dit verband voorheen een aanslagvoet van 10% van toepassing was, werd deze in oktober 2014 verhoogd naar 25%, vervolgens in januari 2016 naar 27% en in januari 2017 naar 30%.

Met het oog op een aanpassingsperiode voor de vennootschappen heeft de regering samen met de verhoging van 2014 een overgangsmaatregel ingevoerd. Daardoor kunnen vennootschappen, ongeacht hun grootte, de verminderde aanslagvoet van 10% blijven genieten als ze de belaste reserves die uiterlijk op 31 maart 2013 zijn opgebouwd⁽¹⁾ in het kapitaal opnemen, op voorwaarde dat deze inbreng gedurende een minimumduur behouden blijft. In heel wat ondernemingen vertaalde deze maatregel zich in een overheveling van bedragen uit de reserves naar het maatschappelijk kapitaal, wat woog op de zelffinancieringsgraad van de ondernemingen in 2013 en 2014.

Vervolgens heeft de programmawet van 19 december 2014 de tijdelijke maatregel blijvend gemaakt, enkel voor de kleine ondernemingen en in een enigszins andere vorm⁽²⁾. Sinds boekjaar 2014 mogen deze ondernemingen hun boekhoudkundige winst na belasting immers volledig of gedeeltelijk overboeken naar een speciale reserve, de zogenaamde 'liquidatiereserve', waarop een onmiddellijke aanslag van 10% van toepassing is⁽³⁾. Deze reserve kan in geval van vereffening zonder extra heffing uitgekeerd worden; wanneer ze in de vorm van dividenden wordt uitgekeerd vóór de vereffening, wordt de voorheffing op deze dividenden verlaagd. De verlaging is bijzonder groot wanneer de liquidatiereserve gedurende 5 jaar in de onderneming behouden werd, omdat de voorheffing dan 5% bedraagt tegenover 17% in het tegenovergestelde geval⁽⁴⁾. Blijkbaar hebben een groot aantal kmo's in 2015 en 2016 het stelsel van de liquidatiereserve toegepast, wat tot een grote stijging van de reserves geleid heeft – ten nadele van de uitkering van dividenden – en dus tot een toename van de zelffinancieringsratio en van de graad van financiële onafhankelijkheid. Mogelijk worden er de komende jaren nieuwe structuurwijzigingen geregistreerd, als de ondernemingen opteren voor een vervroegde uitkering van deze liquidatiereserves in de vorm van dividenden. De houding van de ondernemingen zal waarschijnlijk ook worden

GRAFIEK 7 VERDELING VAN DE GRAAD VAN FINANCIËLE ONAFHANKELIJKHEID
(in %, alle ondernemingen)



Bron: NBB.

De box plots dienen als volgt te worden gelezen. De ondergrens en de bovengrens van de doos stemmen respectievelijk overeen met het 1^{ste} en het 3^{de} kwartiel. De lijn in de doos stemt overeen met de mediaan. De uiterste punten van het onderste en het bovenste diagram stemmen respectievelijk overeen met het 1^{ste} en het 9^{de} deciel. Het grijze punt geeft het gewinsoriseerde gemiddelde (op het 5^{de} en het 95^{ste} percentiel) aan.

beïnvloed door de aangekondigde hervorming van de vennootschapsbelasting⁽⁵⁾.

Tot slot wijzen we erop dat de geglobaliseerde en mediaanwaarden weliswaar een trendmatige verbetering van de solvabiliteit aangeven, maar dat een onderzoek van de volledige verdeling deze vaststelling tempert. Grafiek 7, die de volledige verdeling van de financiële onafhankelijkheid

- (1) In het kader van de overgangsmaatregel, die is opgenomen in artikel 537 van het Wetboek van de inkomstenbelastingen (WIB 92), kon de verlaagde aanslagvoet van 10% toch nog gelden voor de dividenden die overeenkwamen met de vermindering van de belaste reserves, waarbij het ontvangen bedrag onmiddellijk werd ingebracht in het kapitaal van de vennootschap en daar gedurende een bepaalde periode (vier jaar voor kleine ondernemingen, acht jaar voor grote) behouden bleef.
- (2) Volgens de memorie van toelichting van de wet is het behoud van deze afwijkende regeling voor de kmo's er gekomen 'als reactie op de verzuchtingen van vele zelfstandigen die hun activiteiten uitoefenen onder de structuur van een vennootschap en die zich aangetast voelden in hun verwachtingen om hun reserves bij liquidatie ook in de toekomst aan een tarief van 10% te kunnen uitkeren'. Zie het ontwerp van programmawet van 28 november 2014, parlementair document DOC 54 0672/001 Belgische Kamer van volksvertegenwoordigers.
- (3) Dit stelsel is vanaf boekjaar 2014 in werking getreden. Daarnaast werd een inhaalmaatregel ingevoerd voor de winsten met betrekking tot de boekjaren 2012 en 2013 die in de onderneming behouden bleven en die dus ook opgenomen konden worden in de liquidatiereserve.
- (4) Aanvankelijk bedroeg deze aanslagvoet 15%. Deze werd verhoogd naar 17% voor de reserves die werden opgebouwd tijdens een belastbaar tijdperk dat verbonden is aan aanslagjaar 2017 of een eerder boekjaar, en naar 20% voor belastbare tijdperken die ten vroegste verbonden zijn aan aanslagjaar 2018.
- (5) Volgens de regeringsverklaringen zal de hervorming van de vennootschapsbelasting onder meer de aanslagvoet voor vennootschappen verlagen, waarvan het nominale percentage vanaf januari 2018 zou dalen van 33 tot 29%, en daarna tot 25% vanaf het daaropvolgende jaar. Het percentage dat van toepassing is op kmo's zal zelfs maar 20% bedragen voor de eerste 100 000 euro.

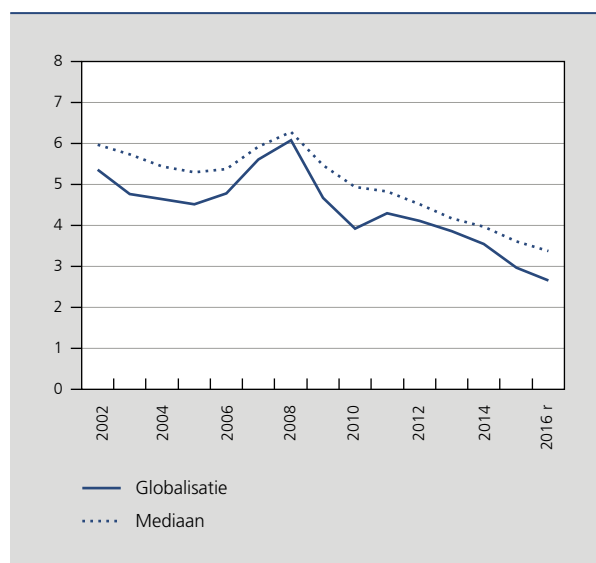
voorstelt in de vorm van boxplots, toont aan dat de ondernemingen zich in bijzonder diverse solvabiliteits-situaties bevinden: zo bedroeg in 2016 het 9^{de} deciel van de financiële onafhankelijkheid 88 %, terwijl het 1^{ste} deciel zich op -29 % bevond. Uit de grafiek blijkt bovendien dat de toename van de solvabiliteit vooral de meest solvabele lagen van de populatie ten goede is gekomen: terwijl het 3^{de} kwartiel met 9 punten toenam tussen 2002 en 2016, bedroeg de stijging slechts 2 punten voor het 1^{ste} kwartiel. Het 1^{ste} deciel heeft over dezelfde periode 13 punten verloren, wat aangeeft dat een niet te verwaarlozen deel van de populatie de overwegend stijgende tendens niet volgde. We herinneren eraan dat 17 % van de ondernemingen vandaag de dag een negatief eigen vermogen heeft, wat een financieel knipperlicht van betekenis is. Een deel van de betrokken ondernemingen krijgt wel financiering in de vorm van leningen vanwege hun eigenaars of bedrijfsleiders, wat de situatie enigszins relativeert.

3.3 Financieringskosten

De gemiddelde rentelasten van de financiële schulden maken het mogelijk om de kosten van de externe financiering in te schatten. De ratio deelt de kosten van de schulden door het uitstaande bedrag aan financiële schulden op korte en

(1) In bijlage 5 wordt een sectorale uitsplitsing van de resultaten weergegeven.
 (2) Opsplitsing op basis van de rekeningen die neergelegd werden door de grote ondernemingen. We herinneren eraan dat een dergelijke opsplitsing niet mogelijk is voor de rekeningen die neergelegd worden door de kmo's.

GRAFIEK 8 GEMIDDELDE RENTELASTEN VAN DE FINANCIËLE SCHULDEN
 (in %, grote ondernemingen)



Bron: NBB.

TABEL 3 VERSCHULDIGDE RENTELASTEN VOLGENS HET AANDEEL VAN DE INTRAGROEPPINANCIERING IN DE FINANCIËLE SCHULDEN
 (2016, in %, grote ondernemingen)

Aandeel van de intragroep leningen in de financiële schulden	Gemiddelde rentelasten
Geen intragroep lening	3,82
Minder dan 20 %	3,54
Tussen 20 en 40 %	3,51
Tussen 40 en 60 %	3,66
Tussen 60 en 80 %	2,93
Meer dan 80 %	2,94

Bron: NBB.

lange termijn. De ratio wordt enkel berekend voor de grote ondernemingen, aangezien het in het verkorte schema en het microschematische niet mogelijk is om de kosten van de schulden te onderscheiden van de andere financiële kosten⁽¹⁾.

Sinds de financiële crisis uitbrak, en parallel daarmee de rente scherp daalde, vertonen de gemiddelde kosten van de schulden een sterk neerwaartse tendens. Deze tendens hield aan in 2016 en bereikte een nieuw dieptepunt in de loop van het jaar, namelijk 2,6 % als geglobaliseerde waarde en 3,4 % als mediaanwaarde (zie grafiek 8). Deze nieuwe daling houdt verband met het nog steeds bijzonder soepel monetair beleid van het Eurosysteem, waardoor de banken zich tegen heel lage kosten kunnen financieren; de afname van de ratio is ook te verklaren door de hogere concurrentie tussen de bankinstellingen, die zich vertaalt in een nieuwe inkrimping van de handelsmarges op de kredieten.

De omvang van de rentelasten die de ondernemingen betalen, hangt van tal van factoren af, waaronder in het bijzonder de aard van de financiële schulden. In dit verband moeten we eraan herinneren dat een aanzienlijk deel van de financiële schulden aangaan wordt ten aanzien van verbonden ondernemingen. In 2016 waren de financiële schulden van de bestudeerde populatie als volgt verdeeld: 38,1 % ten aanzien van kredietinstellingen, 2,5 % in achtergestelde leningen, 3,6 % in obligatieleningen, 2,0 % in leasingschulden en 53,9 % in 'andere leningen'⁽²⁾. Uit de analyse blijkt dat die andere leningen in heel grote mate leningen zijn ten aanzien van ondernemingen van dezelfde groep, die gezien kunnen worden als een alternatieve financieringsbron ten opzichte van een inbreng in kapitaal. De invorderbaarheid van deze intragroepschulden is overigens veel flexibeler dan bij de klassieke schulden ten aanzien van

derden, en deze schulden worden waarschijnlijk ook tegen gunstiger voorwaarden toegekend. Hoewel het niet mogelijk is om deze laatste hypothese volledig te bevestigen op basis van de beschikbare gegevens, kan worden vastgesteld dat de gemiddelde rentelasten een dalende neiging vertonen wanneer het aandeel van de intragroep leningen in de financiële schulden toeneemt (zie tabel 3).

3.4 Investeringsinspanning

In combinatie met de hoge bezettingsgraad van het productievermogen en de omvang van de kasreserves kan de aanhoudend lage rente bevorderlijk zijn voor de investeringsinspanning van de ondernemingen. In de jaarrekeningen kan deze inspanning benaderd worden op basis van de investeringsgraad voor de materiële vaste activa, die de verhouding aangeeft tussen de aankopen in de loop van een boekjaar en de boekwaarde van de uitstaande materiële vaste activa op het einde van het vorige boekjaar.

De – heel duidelijke en aanhoudende – stijging van de mediaanwaarde van deze indicator wijst op een herstel van de investeringsinspanningen in de meeste ondernemingen (zie grafiek 9)⁽¹⁾. Zo is de mediane investeringsgraad bij de grote ondernemingen sinds 2013 met 2,4 procentpunt toegenomen en bij de kmo's met 3 procentpunt. Het recente verloop van de mediaanwaarden

contrasteert met dat van de geglobaliseerde gegevens. In de grote ondernemingen is de investeringsgraad al met al immers vrij stabiel gebleven sinds het begin van het decennium, op niveaus die heel wat lager liggen dan die van vóór de crisis. In de groep van de kmo's is de geglobaliseerde indicator gestagneerd op een historisch laag niveau tussen 2013 en 2015. De opleving van 2016 lijkt op een trendbreuk met de vorige jaren te wijzen.

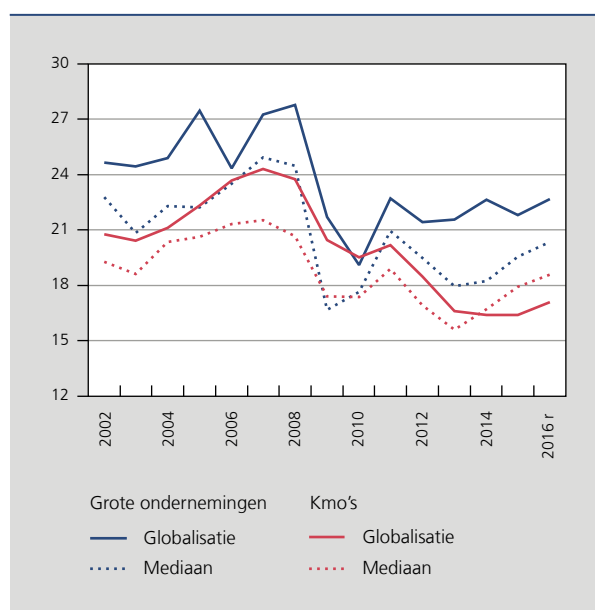
4. Deelnemingsverhoudingen

4.1 Inleiding

De financiële verhoudingen tussen vennootschappen die tot eenzelfde groep behoren, zijn de laatste 20 jaar aanzienlijk geëvolueerd. Dat blijkt uit talrijke aspecten van de jaarrekeningen die worden neergelegd bij de Balanscentrale. Ter informatie, het deel dat in de geaggregeerde activa van de vennootschappen wordt ingenomen door de financiële vaste activa is zo geleidelijk gestegen van 23% in 1996 naar 37% in 2015. Naast de deelnemingsverhoudingen kunnen de financiële verhoudingen tussen vennootschappen de vorm aannemen van schuldvorderingen, schulden, thesauriebeleggingen of waarborgen. De groepsverhoudingen hebben een aanzienlijke impact op de financiële evaluatie die kan worden gemaakt van de vennootschappen. Bijvoorbeeld, schulden ten opzichte van verbonden vennootschappen worden anders geïnterpreteerd dan schulden ten opzichte van derde vennootschappen, want zoals eerder uitgelegd, is er een aanzienlijk verschil in hun graad van invorderbaarheid. Bovendien kunnen bepaalde financiële mechanismen binnen de groep een aanzienlijke impact hebben op bepaalde rubrieken van de financiële overzichten. Dat is onder meer het geval met de cashpoolingactiviteiten, zoals bleek uit een vorige editie van het Economisch tijdschrift⁽²⁾.

Dit hoofdstuk buigt zich over een van de talrijke aspecten van de groepsverhoudingen, namelijk de deelnemingsverhoudingen zoals ze door de ondernemingen worden aangegeven in de bijlage van hun jaarrekening. Deze bevat immers een hoofdstuk met betrekking tot deelnemingen en sociale rechten die ze bezitten bij andere (Belgische of buitenlandse) ondernemingen. Elke neerlegger moet er onder andere de gegevens van de vennootschappen vermelden waarin hij rechten bezit, het percentage van deze rechten in het kapitaal van de ondernemingen waarin ze rechten bezitten, en de aard van de deelnemingsverhouding

GRAFIEK 9 INVESTERINGSGRAAD VOOR DE MATERIËLE VASTE ACTIVA
(in %)



Bron: NBB.

(1) In bijlage 6 vindt u een sectorale opsplitsing van deze resultaten.

(2) Zie Vivet D. (2014), 'Resultaten en financiële situatie van de ondernemingen in 2013', Nationale Bank van België, Economisch tijdschrift van december, pp. 83-109.

(gewone aandelen, zonder stemrecht, preferente aandelen, enz.). Enkel de rechten die minstens 10 % vertegenwoordigen van het geplaatste kapitaal van de aangehouden vennootschap worden geacht aangegeven te worden.

Om een algemeen overzicht te krijgen van de gegevens die door de Balanscentrale werden verzameld, hebben de resultaten die in dit hoofdstuk worden voorgesteld, betrekking op alle ondernemingen die een jaarrekening neerleggen, zijnde handelsvennootschappen die gestandaardiseerde schema's neerleggen, maar ook banken, verzekeringsmaatschappijen, vzw's en stichtingen. Dit geheel is dus ruimer dan de populatie die in de vorige hoofdstukken van het artikel werd bestudeerd.

In tegenstelling tot de andere rubrieken van de financiële overzichten kunnen de deelnemingsgegevens nauwelijks worden onderworpen aan kwaliteitscontroles van de Balanscentrale. Daarom werd vóór de eigenlijke analyse een lang onderzoek gevoerd naar de brutogegevens. Uiteindelijk, als er bepaalde onvolmaaktheden werden vastgesteld, worden deze afgebakend tot een beperkt aantal gevallen, zodat de verkregen resultaten over het geheel genomen als betrouwbaar kunnen worden beschouwd.

Een van de controles die tijdens de onderzoeksfase werd gevoerd, betreft de coherentie tussen de bijlage over de deelnemingen en de overeenstemmende activarubrieken, zijnde de financiële vaste activa maar ook, minder frequent, de thesauriebeleggingen. Er werd onder meer vastgesteld dat 97 % van de vennootschappen die in de bijlage deelnemingen aangeven, ook activa vermelden die overeenstemmen met de balans. De zeldzame afwijkende gevallen kunnen overigens in het algemeen worden verklaard. Zo kunnen er totale waardeverminderingen worden geboekt op de financiële vaste activa (bv. wanneer de vennootschap waarin een vennootschap deelnemingen bezit, failliet is of in vereffening is), zodat de nettoboekwaarde van deze laatste, ingeschreven op de actiefzijde, nul is. Bovendien is het begrip deelneming in theorie eerst gebaseerd op de controlebevoegdheid uitgeoefend op een onderneming. Hoewel deze controle meestal verbonden is aan het bezit van effecten, kan ze worden uitgeoefend via andere kanalen, bijvoorbeeld wanneer een vennootschap de bevoegdheid heeft om de bestuurders te benoemen of een beslissende invloed uit te oefenen op het management van een derde onderneming.

Een van de moeilijkheden tijdens de voorbereidende werkzaamheden betreft het tekstveld waarin de aard van de deelnemingen wordt beschreven. Aangezien dit veld volledig vrij is, wordt het door de neerleggers op een heel uiteenlopende manier ingevuld. Bovendien worden de mogelijkheden nog groter door de tweetaligheid in België. Voor het boekjaar 2015 telden we zo meer dan

TABEL 4 AARD VAN DE DEELNEMINGSVERHOUDING: BELANGRIJKSTE FORMULERINGEN IN HET VRIJE TEKSTVELD (boekjaar 2015)

Vrij tekstveld	Frequentie
Aandelen op naam	13 890
Aandelen	8 653
Gewone aandelen	5 548
Actions	4 770
Parts sociales	4 140
Aandelen zonder nominale waarde	3 382
Kapitaalsaandelen	3 151
Op naam	2 936
Kapitaalaandelen	2 142
Actions nominatives	2 093
Actions ordinaires	1 389
< Geen text >	1 234
Nominatives	1 070
Parts	899
Gewone	785
Actions sdvn ⁽¹⁾	730
Aandelen op naam zonder nominale waarde	653
Ordinaires	630
Aandelen aan toonder	492
Gewone aandelen op naam	487

Bron: NBB.

(1) Actions sdvn: actions sans désignation de valeur nominale.

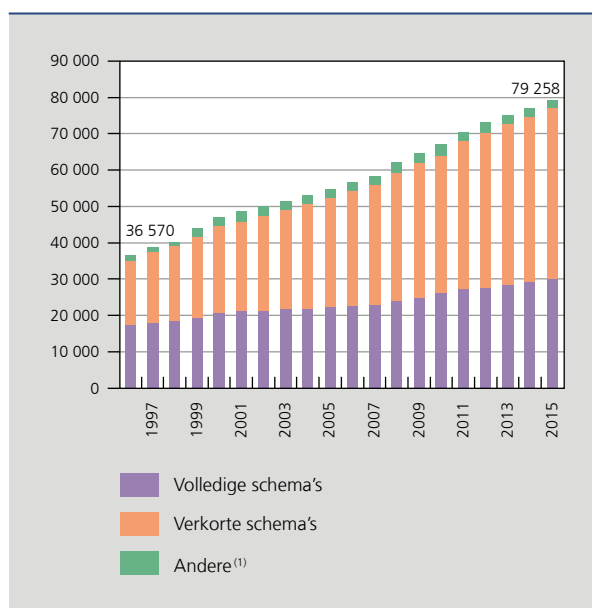
4 200 verschillende teksten op een totaal van iets minder dan 80 000 registraties. Bijna 3 000 ervan hadden echter slechts één formulering, terwijl de andere, voor de overgrote meerderheid, zeer gelijkaardige formuleringen vertoonden. Ter illustratie: in tabel 4 staan de 20 meest voorkomende formuleringen. Men kan nagaan of deze teksten, die op zich al bijna 75 % van het totale aantal observaties uitmaken, vergelijkbare betekenissen hebben, en overeenstemmen met klassieke sociale rechten.

4.2 Tendensen op lange termijn

In de loop van de twintig beschouwde jaren⁽¹⁾, is het aantal deelnemingsverhoudingen meer dan verdubbeld, van 36 570 in 1996 naar 79 258 in 2015 (cf. grafiek 10). Voor het boekjaar 2015 worden de verhoudingen als volgt uitgesplitst naargelang het type jaarrekening van de houdster-vennootschap: 30 202 verhoudingen zijn aangegeven in

(1) De onderzochte periode betreft de boekjaren 1996 tot 2015, aangezien 2016 nog niet volledig was toen dit artikel werd opgesteld.

GRAFIEK 10 VERLOOP VAN HET AANTAL DEELNEMINGSVERHOUDINGEN, AFHANKELIJK VAN HET TYPE SCHEMA NEERGELEGD DOOR DE HOUDSTERVENNOOTSCHAP



Bron: NBB.

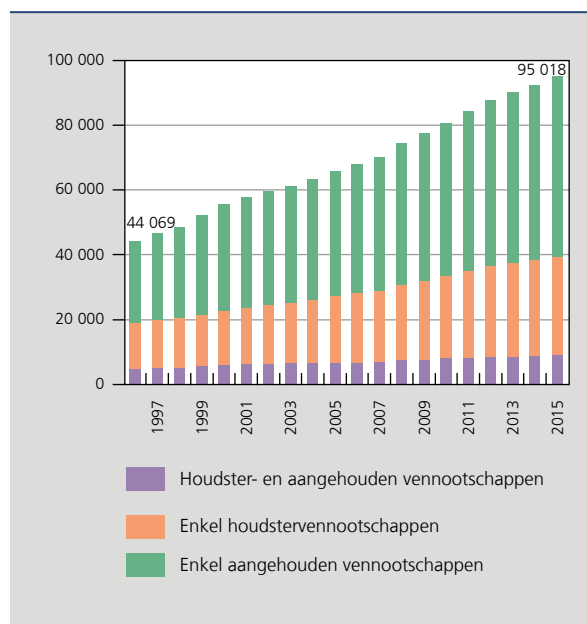
(1) Hoofdzakelijk de jaarrekeningen neergelegd door banken, verzekeringsmaatschappijen, verenigingen en stichtingen.

volledige schema's, 46 876 in verkorte schema's en 2 180 in andere types jaarrekeningen (hoofdzakelijk neergelegd door banken, verzekeringsmaatschappijen, verenigingen en stichtingen).

Het aantal ondernemingen met minstens één deelnemingsverhouding kende over de laatste 20 jaar ook een stijgende tendens, en kwam in 2015 uit op 95 018 eenheden (cf. grafiek 11). Dit aantal wordt opgesplitst in 30 391 enkel houdstervennootschappen, 55 653 enkel aangehouden vennootschappen en 8 974 ondernemingen die in beide gevallen zitten. Er moet worden benadrukt dat hoewel het aantal houdstervennootschappen volledig wordt geacht, aangezien men beschikt over informatie voor alle entiteiten die in België opereren, dat niet het geval is voor de aangehouden vennootschappen. In de gegevensbank is het immers niet mogelijk om de Belgische vennootschappen te identificeren waarin buitenlandse tegenpartijen deelnemingen bezitten.

Hoewel de groepsverhoudingen in absolute termen aanzienlijk zijn geëvolueerd, moeten we erop wijzen dat, over dezelfde periode, tal van ondernemingen werden opgericht en dat, alle schema's samen, het aantal jaarrekeningen neergelegd door vennootschappen bij de Balanscentrale aanzienlijk is toegenomen, van 215 065 in 1996 naar 405 633 in 2015. De vraag die rijst, is dus of

GRAFIEK 11 VERLOOP VAN HET AANTAL VENNOOTSCHAPPEN MET MINSTENS ÉÉN DEELNEMINGSVERHOUDING



Bron: NBB.

er in verhouding vandaag meer groepsverhoudingen zijn dan in het verleden. Zoals blijkt uit tabel 5, is het aandeel van vennootschappen met minstens één deelnemingsverhouding wel degelijk gestegen met de tijd, maar in relatief beperktere mate: het is geleidelijk gestegen van 12,1 % in 1996 naar 15,2 % in 2015 wat betreft de verkorte schema's en van 64,1 % naar 71,2 % wat betreft de volledige schema's. Deze verhoudingen zullen in de toekomst wellicht nog wijzigen, als gevolg van de implementatie van de Europese Richtlijn (cf. supra). Er moet bovendien worden benadrukt dat in geval van verkorte schema's de analyse wordt verstoord door het feit dat de Balanscentrale de jaarrekeningen verzamelt van alle Belgische ondernemingen die actief zijn in de vorm van een vennootschap, wat in de praktijk ook betekent dat er heel veel kleine vennootschappen bij zitten waarbij het zeer onwaarschijnlijk is dat ze een deelneming hebben, zoals vennootschappen die zijn opgericht door zelfstandige werknemers.

In zijn geheel geeft deze groei van de verhoudingen tussen ondernemingen de algemene tendens weer van een toename van juridische structuren, doordat ondernemingen meer geneigd zijn geworden om afzonderlijke vennootschappen op te richten per functie of per activiteit. Hoewel deze tendens betrekking had op alle activiteitstakken, werd ze toch vooral gevoed door talrijke oprichtingen van vennootschappen in domeinen die van nature geschikt zijn voor deelnemingsverhoudingen.

TABEL 5 VERLOOP VAN HET PERCENTAGE VENNOOTSCHAPPEN MET MINSTENS ÉÉN DEELNEMINGSVERHOUDING, PER TYPE NEERGELEGD SCHEMA (in %)

Boekjaar	Verkorte schema's	Volledige schema's
1996	12,1	64,1
2015	15,2	71,2
Vershil (in procentpunten)	+3,1	+7,0

Bron: NBB.

Het betreft in de eerste plaats 'overige adviesbureaus op het gebied van bedrijfsbeheer; adviesbureaus op het gebied van bedrijfsvoering' (NACE-BEL 70 220), een tak die meer bepaald de zogenaamde managementvennootschappen bevat, die als doel hebben deel te nemen aan de beheersactiviteit van andere ondernemingen⁽¹⁾. Het betreft ook 'activiteiten van hoofdkantoren' (NACE-BEL 70 100), die hoofdzakelijk holdingmaatschappijen groepeeren of vennootschappen die de financiële functies waarnemen in ondernemingsgroepen (interne banken, thesauriebeheerders enz.). Bijkomend heeft ook de vastgoedsector zijn stempel gedrukt op de tendens, via de ontwikkeling van vennootschappen die bedoeld zijn voor de uitbating en de verhuring van goederen; deze vastgoedvennootschappen zijn doorgaans vennootschappen waarin deelnemingen worden aangehouden terwijl de vennootschappen van de twee andere takken meestal zelf deelnemingen bezitten.

4.3 Kenmerken van de deelnemingsverhoudingen in 2015

Van de ongeveer 80 000 verhoudingen die in 2015 werden geïdentificeerd, was 66 % afkomstig van vennootschappen in Vlaanderen, 18 % van ondernemingen met hoofdzetel in Wallonië en 17 % van ondernemingen gevestigd in Brussel. De Brusselse vennootschappen hebben een duidelijk ander deelnemingsprofiel dan ondernemingen in Vlaanderen of Wallonië; die laatste geven immers voorrang aan intragewestelijke verhoudingen – in Vlaanderen heeft 76 % van de verhoudingen betrekking op partners die allebei in het Vlaamse gewest gelegen zijn; in Wallonië is deze verhouding 70 %, terwijl Brusselse ondernemingen meer investeren buiten hun oorspronkelijk grondgebied, en in het bijzonder in het buitenland (cf. tabel 6). Meer dan een derde van de deelnemingen van Brusselse ondernemingen betreft sociale rechten verworven in buitenlandse ondernemingen, terwijl deze verhouding ongeveer 20 % bedraagt wanneer de houdstervennootschap Vlaams of Waals is. Deze bijzonderheid heeft onder meer te maken met de Brusselse economische infrastructuur, die bestaat uit talrijke maatschappelijke zetels van internationale omvang.

Buitenlandse aangehouden vennootschappen kunnen bovendien worden opgesplitst per land⁽²⁾. Zoals blijkt uit tabel 7 komen die buitenlandse vennootschappen eerst en vooral uit buurlanden van België, zijnde Frankrijk (6 %),

(1) Wat de managementvennootschappen betreft, zie bijvoorbeeld Herve L. (2012), 'De managementvennootschap in 2012', Pacioli nr. 345, IPCF-BIBF, en Mormont H. (1999), 'De managementvennootschap en de jurisprudentie van de sociale jurisdicties', Pacioli nr. 52, IPCF-BIBF
(2) Ter herinnering, de vennootschappen die deelnemingen bezitten, zijn allemaal vennootschappen naar Belgisch recht, op enkele uitzonderingen na.

TABEL 6 OPSPLITSING VAN DE DEELNEMINGSVERHOUDINGEN OP BASIS VAN DE LOCATIE VAN DE HOUDSTERVENNOOTSCHAPPEN EN DE AANGEHOUDEN VENNOOTSCHAPPEN (in %)

	Vestiging van de houdstervennootschap		Vestiging van de aangehouden vennootschap				
	België		waarvan:			Buitenland	Totaal
			Vlaanderen	Wallonië	Brussel		
Vlaanderen	80,6	75,6	2,5	2,5	19,4	100	
Wallonië	79,3	3,8	70,3	5,2	20,7	100	
Brussel	64,7	9,9	7,1	47,6	35,3	100	
België	79,0	10,6	52,7	15,7	21,0	100	

Bron: NBB.

TABEL 7 GEOGRAFISCHE SPLITSING VAN DE AANGEHOUDEN VENNOOTSCHAPPEN

Land	Aantal vennootschappen	Land	Aantal vennootschappen	Land	Aantal vennootschappen
België	49 031	Tsjechië	201	Ierland	94
Frankrijk	3 687	Brazilië	166	Bulgarije	84
Nederland	2 342	India	163	Zuid-Afrika	84
Luxemburg	1 182	Portugal	154	Denemarken	80
Duitsland	761	Turkije	154	Oostenrijk	74
Verenigde Staten	641	Slovakije	144	Griekenland	67
Verenigd Koninkrijk	583	Rusland	140	Japan	65
Spanje	510	Hongarije	133	Cyprus	63
Polen	431	Zweden	130	Verenigde Arabische Emiraten	58
Italië	389	Canada	118	Argentinië	57
Hongkong	323	Singapore	107	Chili	57
Roemenië	248	Marokko	106	DR Congo	53
Zwitserland	244	Australië	99	Oekraïne	52
China	233	Mexico	98	Rest van de wereld	1 156

Bron: NBB.

Nederland (4%), Luxemburg (2%) en Duitsland (1%). Daarna volgt een grote verscheidenheid aan landen; in totaal bezaten Belgische vennootschappen in 2015 directe deelnemingen in meer dan 177 landen, wat een grote meerderheid vertegenwoordigt van de landen in de wereld (iets minder dan 200 landen zijn erkend door de VN).

Een ander aspect van de deelnemingsverhoudingen betreft hun intensiteit. Deze kan onder meer worden gemeten aan de hand van de directe deelnemingsgraad die wordt aangegeven door de houdstervenootschappen. Om dubbele tellingen te vermijden, wordt dan ook geen rekening gehouden met eventuele indirecte verhoudingen die de bijkomende controlebevoegdheid weergeven die een onderneming kan uitoefenen op een derde vennootschap via haar dochterondernemingen. Er moet worden benadrukt dat de directe deelnemingsgraad de intensiteit van de verhoudingen tussen de ondernemingen niet perfect weergeeft. Hij kan immers nul zijn (wat het geval is voor 2% van de verhoudingen) wanneer de onderneming geen aandelen van de derde vennootschap bezit, maar een indirecte controlebevoegdheid uitoefent, via haar dochterondernemingen en kleindochterondernemingen⁽¹⁾. Bovendien, wanneer de onderneming sociale rechten van verschillende aard bezit (een situatie die slechts betrekking heeft op een beperkt

aantal deelnemingsverhoudingen), vermeldt ze verschillende percentages voor eenzelfde verhouding, wat de interpretatie nog bemoeilijkt.

Het bezit van minstens 10% van de sociale rechten houdt een vermoeden van deelneming in, en dat is de reden waarom het overschrijden van die drempel, tenzij het tegendeel bewezen wordt, leidt tot een vermelding van deelneming in de daartoe bestemde bijlage.

Wanneer de houdstervenootschap meer dan 50% van de sociale rechten van een andere vennootschap bezit, wordt deze laatste de facto beschouwd als een dochteronderneming. Het koninklijk besluit van 12 september 1983 beschouwt als dochteronderneming van een onderneming, 'elke andere onderneming waarin de eerstgenoemde, in rechte of in feite, een doorslaggevende invloed kan uitoefenen op de benoeming van tenminste de helft van haar leiders of op de oriëntering van haar beleid, en zulks krachtens overeenkomsten of uit hoofde van deelnemingen in de laatstgenoemde, of onrechtstreeks via haar dochters of kleindochters'. Dat betekent dat een onderneming in de praktijk kan worden beschouwd als dochteronderneming onder de drempel van 50%, zodra de controlebevoegdheid wordt aangetoond. In een industriële logica kan het verwerven van een meerderheidsaandeel bedoeld zijn om een concurrent uit te schakelen, zich te verzekeren van de trouw van een leverancier, het klantennetwerk uit te breiden via een lokale speler of een technologie te verwerven die nodig is voor

(1) In heel wat gevallen waarin de directe graad ontbreekt, vermelden de aangevende vennootschappen een indirecte deelnemingsverhouding. De intensiteit ervan is in meer dan een derde van de gevallen hoger dan 50%.

de ontwikkeling van de onderneming. In een financiële logica is een meerderheidsaandeel synoniem van controle over de uitkering van de gegenereerde winst.

Tot slot beschouwt het Vennootschapswetboek als 'geassocieerde vennootschap' elke andere vennootschap dan een dochtervennootschap, waarin een andere vennootschap een deelneming bezit en waarin zij een invloed van betekenis uitoefent op de oriëntatie. Deze invloed 'van betekenis' wordt vermoed indien de stemrechten verbonden aan deze deelneming 20 % of meer vertegenwoordigen van de stemrechten van de aandeelhouders of vennoten.

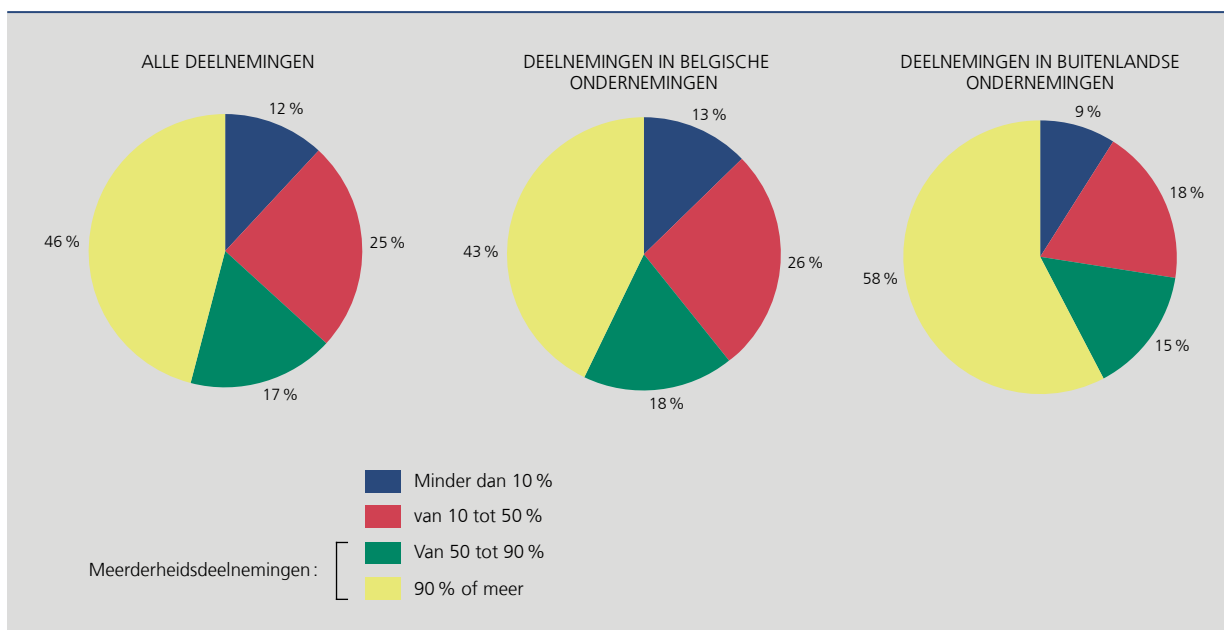
Uit grafiek 12 blijkt dat de meeste deelnemingsverhoudingen die worden vermeld door de neerleggers betrekking hebben op verhoudingen van moeder tot dochtermaatschappij: 63 % van de verhoudingen betreft immers een bezit van meer dan 50 % van de sociale rechten. Merk op dat in bijna de helft van de deelnemingen, de deelnemingsgraad zelfs tussen 90 en 100 % ligt. Meer in het algemeen stemt ongeveer 80 % van de geregistreerde verhoudingen overeen met een ten minste 'duidelijk' geachte invloed van de houdstervenootschap. We stellen bovendien vast dat de deelnemingsverhoudingen nauwer zijn wanneer de aangehouden vennootschap buitenlands is, aangezien 73 % van de deelnemingen ten opzichte van vennootschappen die buiten het Belgisch grondgebied

gelegen zijn, verwijst naar dochterondernemingen in de zin van de wetgeving, terwijl dit percentage 61 % bedraagt voor deelnemingen in Belgische ondernemingen. Daaruit kunnen we besluiten dat vennootschappen die investeren in het buitenland er meer naar streven om een doorslaggevende invloed uit te oefenen op de aangehouden vennootschap.

Tot slot blijkt uit de sectorale opsplitsing van de vennootschappen dat een groot deel van de houdstervenootschappen aanwezig is in de maatschappelijke zetels, managementvennootschappen en financiële activiteiten (grafiek 13). Deze situatie is logisch aangezien deze activiteitstakken vooral deelnemingen in andere vennootschappen inhouden. Er moet worden benadrukt dat de vennootschappen van deze takken doorgaans weinig werknemers tewerkstellen en relatief weinig toegevoegde waarde genereren, want ze beantwoorden meestal aan juridische, financiële of fiscale overwegingen.

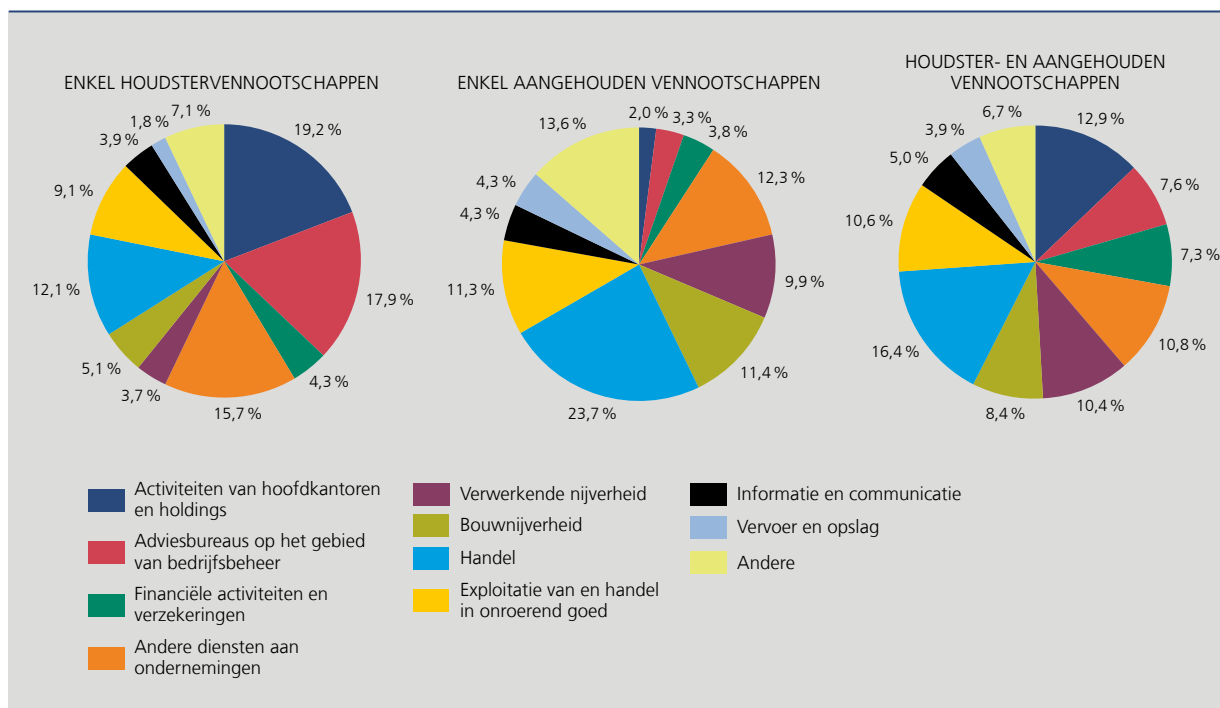
Anderzijds zijn aangehouden vennootschappen veel vaker aanwezig in de traditionele takken van de Belgische economie (zoals industrie, handel, bouw, enz.) en stellen ze gemiddeld ook duidelijk meer personeel tewerk. Merk op dat de jaarrekeningen van talrijke grote commerciële of industriële ondernemingen vandaag een hybride karakter vertonen met enerzijds activa die voornamelijk bestaan uit financiële vaste activa en anderzijds een

GRAFIEK 12 INTENSITEIT VAN DE DIRECTE DEELNEMINGSVERHOUDING (in %)



Bron: NBB.

GRAFIEK 13 SECTORALE OPSPLITSING VAN DE ONDERNEMINGEN MET MINSTENS ÉÉN DEELNEMINGSVERHOUDING



Bron: NBB.

resultatenrekening die nog steeds ruimschoots wordt bepaald door het bedrijfsresultaat (dus door de productieve en/of commerciële activiteiten).

4.4 Ondernemingsgroepen

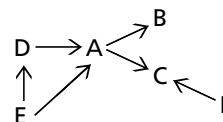
Zoals hierboven vermeld, worden de basisgegevens geleverd door de jaarrekeningen van de houdstervennootschappen, die verklaren in welke vennootschappen ze deelnemingen bezitten. We herinneren eraan dat de jaarrekeningen geen informatie bevatten die van toepassing is op de aandeelhouders van de neerleggende vennootschap. Een van de doelen van dit werk bestond er dan ook in om de vertrekgegevens te kruisen, om in de andere jaarrekeningen de eventuele aandeelhouders van de houdstervennootschappen te identificeren, en uiteindelijk ondernemingsgroepen samen te stellen.

Als we bijvoorbeeld beschikken over de jaarrekeningen voor de vennootschappen A, D, E en F, met de volgende deelnemingsgegevens:

- Jaarrekening vennootschap A: $A \rightarrow B$ ('A geeft een deelneming in B aan')
- Jaarrekening vennootschap D: $D \rightarrow A$

- Jaarrekening vennootschap E: $E \rightarrow D$
 $E \rightarrow A$
- Jaarrekening vennootschap F: $F \rightarrow C$

Door de informatie van deze vier jaarrekeningen te combineren kunnen we de verhoudingengrafiek in de figuur hieronder afleiden. Deze geeft onder andere informatie over de eventuele ondernemingen die de oorspronkelijke houdstervennootschappen bezitten (dat wil zeggen A, D, E en F), en over de indirecte verhoudingen (bv. de verhouding tussen E en B, die gaat via A).



Door deze logica door te trekken naar alle jaarrekeningen en deelnemingsniveaus was het, door middel van een aantal informaticabewerkingen, mogelijk om ondernemingsgroepen samen te stellen. Voor elke onderneming bestaat de groep uit alle vennootschappen die kaderen in een deelnemingsketen die naar boven of naar beneden leidt tot de onderneming, dat wil zeggen de vennootschappen met een directe of indirecte eigendomsverhouding met de onderneming, ofwel naar boven, ofwel naar beneden. Als we het voorbeeld van de figuur hierboven bekijken, betekent dit dat de groep van onderneming A

TABEL 8 OPSPLITSING VAN DE ONDERNEMINGEN VOLGENS DE GROOTTE VAN HUN GROEP

(aantal ondernemingen, ondernemingen met minstens één deelnemingsverhouding in 2015)

Totaal aantal ondernemingen naar boven of naar beneden	Drempel			
	0 %	10 %	20 %	50 %
0	0	5 218	9 235	23 679
1	54 384	54 172	53 752	49 523
2	16 467	16 257	15 770	12 397
3	7 789	6 944	6 362	4 252
4	4 341	3 856	3 444	1 909
5	2 586	2 160	1 831	982
Van 6 tot 10	5 429	4 100	3 107	1 495
Van 11 tot 20	2 631	1 592	1 028	537
Van 21 tot 50	1 091	555	407	211
Van 51 tot 100	183	118	56	27
Van 101 tot 200	75	28	13	3
Meer dan 200	42	18	13	3
Totaal	95 018	95 018	95 018	95 018

Bron: NBB.

de ondernemingen B, D, E en C bevat. Onderneming F behoort daarentegen niet tot de groep van A want ze staat niet in een cascade van verhoudingen die naar boven of naar beneden gelinkt is aan A. Volgens dezelfde logica omvat de groep van onderneming C daarentegen wel F, net als A, D en E terwijl B is uitgesloten.

Een van de onderzochte aspecten betreft de grootte van de groepen die zo worden gevormd. Voor een bepaalde onderneming werd de grootte van de groep gedefinieerd als het totale aantal ondernemingen naar boven en/of naar beneden. De drempel vanaf dewelke men de deelnemingsverhoudingen al dan niet in aanmerking neemt, heeft een significante invloed op de grootte van de groepen: als de drempel wordt vastgelegd op 0 %, dat wil zeggen dat als rekening wordt gehouden met alle geïnventariseerde deelnemingsverhoudingen, ruimere groepen worden verkregen dan wanneer men de drempel vastlegt op bijvoorbeeld 50 %. Een drempel van 50 % maakt het echter mogelijk om coherente groepen te verkrijgen, voor zover, van het ene uiterste van de deelnemingsketen naar het andere, de ondernemingen verbonden zijn door een meerderheidsinvloed.

Tabel 8 toont de opsplitsing van de ondernemingen op basis van de grootte van hun groep, voor vier afzonderlijke drempels: 0 %, 10 %, 20 % en 50 %. Op de drempel van 20 %, bijvoorbeeld, zijn 53 752 ondernemingen

naar boven of naar beneden verbonden met één andere onderneming door een directe verhouding waarvan de intensiteit hoger is dan of gelijk is aan 20 %. Daarentegen maken 13 ondernemingen deel uit van een groep van meer dan 200 ondernemingen. De belangrijkste conclusie die we uit tabel 9 kunnen trekken, is dat de meeste vennootschappen tot zeer kleine groepen behoren, terwijl een kleine minderheid van ondernemingen deel uitmaakt van groepen van grote omvang. We moeten erop wijzen dat deze conclusie betrekking heeft op de gegevens die beschikbaar zijn bij de Balanscentrale, en dat deze van nature onvolledig zijn. Enerzijds bevatten ze geen informatie over de deelnemingen van buitenlandse vennootschappen in Belgische vennootschappen. Anderzijds, hoewel we de deelnemingen van Belgische vennootschappen in buitenlandse vennootschappen kennen, eindigt de keten in die fase, terwijl deze buitenlandse vennootschappen op hun beurt deelnemingen in andere vennootschappen kunnen bezitten. Deze twee elementen verklaren waarom de grootste geïdentificeerde groepen hoofdzakelijk een Belgische dimensie hebben.

4.5 Deelnemingsverhoudingen en wanbetalingsrisico

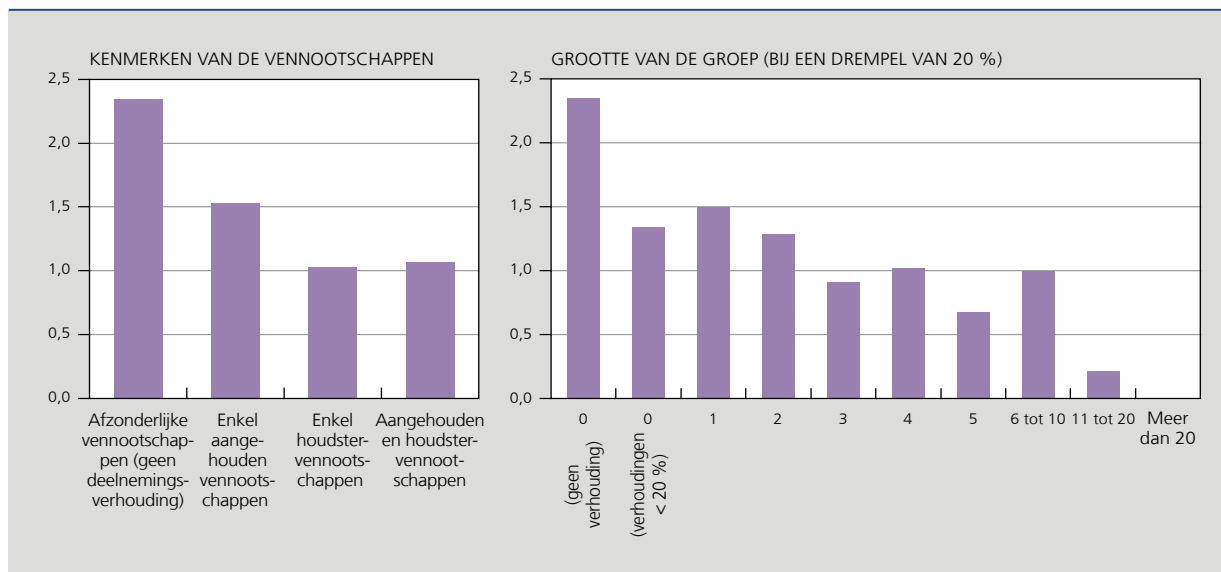
In deze paragraaf komen enkele eerste resultaten aan bod betreffende het verband tussen de groepsverhoudingen en het financiële risico. De analyse is gebaseerd op de identificatie van de in gebreke blijvende vennootschappen, waarbij een vennootschap als in gebreke blijvend wordt beschouwd zodra ze het voorwerp vormt van een faillissementsprocedure in de drie jaar die volgen op de datum van afsluiting van haar jaarrekening⁽¹⁾. De analyse had betrekking op de jaarrekeningen betreffende het boekjaar 2013, en dus op de wanbetalingen in 2014, 2015 en 2016. De wanbetalingspercentages die op die basis worden vastgesteld, kunnen worden geïnterpreteerd als een raming van het faillissementsrisico op drie jaar.

Grafiek 14 toont de wanbetalingspercentages op basis van de groepskenmerken van de ondernemingen, zoals die hierboven werden bepaald. Daaruit kunnen we voornamelijk besluiten dat, ceteris paribus, (i) het wanbetalingsrisico aanzienlijk lager is voor vennootschappen die deel uitmaken van een groep, in het bijzonder bij houdstervennootschappen en (ii) het wanbetalingsrisico een dalende tendens volgt wanneer de grootte van de groep toeneemt. Deze conclusies gelden voor de grote meerderheid van de takken van de economie. De verschillen in de

(1) Het betreft de definitie gebruikt bij de ontwikkeling van de financiële gezondheidsindicator die opgenomen werd in de ondernemingsdossiers van de Balanscentrale.

GRAFIEK 14 VERLOOP VAN HET WANBETALINGSRISICO OP BASIS VAN DE DEELNEMINGSVERHOUDINGEN

(wanbetalingspercentage waargenomen op drie jaar, voor vennootschappen die jaarrekeningen hebben neergelegd met betrekking tot het boekjaar 2013)



Bron: NBB.

percentages kunnen a priori weinig uitgesproken lijken, door het lage percentage faillissementen dat elk jaar in België wordt waargenomen⁽¹⁾. Het is wel zo dat het percentage met meer dan de helft daalt tussen afzonderlijke ondernemingen (2,35 %) en houdstervennootschappen (1,03 %). In dezelfde gedachtengang ligt het percentage in de buurt van nul voor groepen van meer dan 10 vennootschappen.

De groepsvariabelen werden bovendien getest in de multivariabele omgeving van de financiële gezondheidsindicator die de Balanscentrale in haar ondernemingsdossiers gebruikt. Deze eerste testen hebben aangetoond dat de toevoeging van dergelijke variabelen in het bestaande model het mogelijk maakt om de voorspellende kwaliteit ervan te verbeteren. Wat dit betreft zullen dus grondigere studies moeten worden gevoerd.

Conclusie

De omzetting van de Europese Richtlijn betreffende de financiële overzichten in het Belgische recht heeft een aanzienlijke impact gehad op de statistische interpretatie van de jaarrekeningen. De nieuwe bepalingen leiden onder andere tot een aanzienlijke hervorming van de begrippen grote en kleine onderneming in de zin van het

Vennootschapswetboek; ze wijzigen ook de inhoud van de jaarrekeningen en de boekhoudkundige behandeling van bepaalde rubrieken, waaronder de onderzoekskosten en de uitzonderlijke resultaten. Aangezien deze nieuwigheden van toepassing zijn op de boekjaren die aanvangen na 31 december 2015, zorgen ze voor een nooit eerder geziene onderbreking in de reeks van de gegevens van de Balanscentrale.

Er kunnen echter een aantal algemene lessen worden getrokken uit de jaarrekeningen met betrekking tot 2016. Na neutralisatie van de impact van de afschrijvingsmethode van de onderzoekskosten en bepaalde specifieke transacties van multinationals zonder gevolgen voor de reële economische activiteit, was de groei van het geaggregeerde bedrijfsresultaat heel stabiel in 2016, zowel bruto als netto. Deze stabiliteit wijst op een conjunctuursituatie waarin een matige groei van de bedrijvigheid samengaat met een gunstige ontwikkeling van de belangrijkste kosten die de ondernemingen dragen (in het bijzonder de lonen en de aankoop van grondstoffen). Al met al is ook de rentabiliteit in 2016 vrij stabiel gebleven: hoewel de meeste rentabiliteitsratio's in geglobaliseerde termen licht gestegen zijn, is er amper een verbetering merkbaar volgens de verdelingsmaatstaven.

Wat de solvabiliteit betreft, werden de laatste jaren vooral gekenmerkt door een uitgesproken verbetering van de mediaanratio's voor kmo's. Deze beweging werd duidelijk veroorzaakt door de wijzigingen aan de fiscale

(1) Het is trouwens eigen aan de meeste risicoanalyses dat ze enkel weinig frequente gebeurtenissen voorzien.

behandeling van de liquidatiebonussen, die de kleine ondernemingen ertoe hebben aangezet om de belaste winsten te incorporeren, eerst in de vorm van maatschappelijk kapitaal, daarna in de vorm van specifieke, zogenaamde 'liquidatiereserves'. Hoewel de belangrijkste solvabiliteitsmetingen wijzen op een regelmatige verbetering, mag niet uit het oog worden verloren dat 17% van de bestudeerde ondernemingen in een situatie van een negatief eigen kapitaal zit, wat een sterk waarschuwingssignaal vormt. Uit de faillissementsstatistieken zou trouwens kunnen blijken dat de kwetsbaarheid de laatste maanden opnieuw is toegenomen: na drie jaar achteruitgang gaat het aantal faillissementen sinds het derde kwartaal van 2016 immers opnieuw de hoogte in.

Volgens de tendens die werd waargenomen sinds het uitbarsten van de financiële crisis zijn de rentelasten in 2016 opnieuw gedaald, in een nog steeds zeer meegaande context inzake muntbeleid. In combinatie met de hoge gebruiksgraad van de productiecapaciteiten en de grootte van de thesauriereserves kunnen de aanhoudende lage rentevoeten investeringsinspanningen bij ondernemingen bevorderen. In dat verband blijkt dat de investeringsgraad voor de materiële vaste activa, hoewel die nog steeds ruimschoots lager is dan vóór de recessie van 2008-2009, al enkele jaren een herstel vertoont in de meeste ondernemingen.

In het laatste deel van het artikel nemen we de deelnemingsverhoudingen tussen ondernemingen onder de loep, zoals door de vennootschappen aangegeven in de bijlage bij hun jaarrekening. Een van de belangrijkste conclusies van deze analyse is dat de deelnemingsverhoudingen vaak nauw zijn: in bijna twee derde van de gevallen zijn de deelnemingen immers meerderheidsdeelnemingen. In de afgelopen twintig jaar werden de groepsverhoudingen ook intenser, wat wijst op een algemene tendens tot uitwerking van nieuwe juridische

structuren, aangezien ondernemingen meer geneigd zijn om afzonderlijke vennootschappen op te richten per functie of per activiteit. Hoewel deze beweging betrekking had op alle activiteitstakken werd ze toch vooral gevoed door talrijke oprichtingen van vennootschappen in domeinen die van nature geschikt zijn voor deelnemingsverhoudingen: het betreft hoofdzakelijk zogenaamde managementvennootschappen en maatschappelijke zetels en holdings. De vennootschappen van deze takken stellen doorgaans weinig werknemers tewerk en genereren relatief weinig toegevoegde waarde want ze beantwoorden meestal aan juridische, financiële of fiscale overwegingen. In de traditionele takken van de Belgische economie (zoals industrie, handel, landbouw, enz.) stellen de vennootschappen die deelnemingsverhoudingen hebben, daarentegen gemiddeld duidelijk meer personeel tewerk. Merk op dat de jaarrekeningen van tal van grote commerciële of industriële ondernemingen vandaag een hybride karakter vertonen met enerzijds activa die hoofdzakelijk bestaan uit financiële vaste activa en anderzijds een resultatenrekening die nog steeds ruimschoots wordt bepaald door het bedrijfsresultaat (dus door de productieve activiteiten).

Door de basisgegevens die door de ondernemingen zijn aangegeven, te combineren, heeft de analyse het ook mogelijk gemaakt om groepen vennootschappen samen te stellen. Dit werk toont onder meer aan dat de grote meerderheid van de vennootschappen met deelnemingsverhoudingen tot heel kleine gehelen behoren, terwijl een minderheid van ondernemingen behoort tot groepen van heel grote omvang. Tot slot worden enkele eerste resultaten voorgesteld met betrekking tot de link die bestaat tussen de deelnemingsverhoudingen en het financiële risico. Wat dat betreft, stellen we vast dat het faillissementrisico heel wat lager ligt voor vennootschappen die deel uitmaken van een groep, in het bijzonder in geval van houdstervenootschappen, en dat dit risico nog afneemt wanneer de grootte van de groep toeneemt.

Bijlagen

BIJLAGE 1 DEFINITIE VAN DE FINANCIËLE RATIO'S

	Rubrieken toegewezen	
	in het volledig schema	in het verkort schema ⁽¹⁾
1. Brutoverkoopmarge		
Teller ⁽²⁾ (T)	9901 + 630 + 631/4 + 635/7	9901 + 630 + 631/4 + 635/7
Teller ⁽³⁾ (T)	9901 – 76A + 66A + 630 + 631/4 + 635/8	9901 – 76A + 66A + 630 + 631/4 + 635/8
Noemer (N)	70 + 74 – 740	70
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio: Verkorte schema's: N > 0		
2. Nettoverkoopmarge		
Teller ⁽²⁾ (T)	9901 + 9125	9901 + 9125
Teller ⁽³⁾ (T)	9901 – 76A + 66A + 9125	9901 – 76A + 66A + 9125
Noemer (N)	70 + 74 – 740	70
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio: Verkorte schema's: N > 0		
3. Brutorentabiliteit van de bedrijfsactiva		
Teller ⁽²⁾ (T)	9901 + 630 + 631/4 + 635/7	9901 + 630 + 631/4 + 635/7
Teller ⁽³⁾ (T)	9901 – 76A + 66A + 630 + 631/4 + 635/8	9901 – 76A + 66A + 630 + 631/4 + 635/8
Noemer (N)	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio: Boekjaar van 12 maanden N > 0 ⁽⁴⁾		
4. Nettorentabiliteit van de bedrijfsactiva		
Teller ⁽²⁾ (T)	9901	9901
Teller ⁽³⁾ (T)	9901 – 76A + 66A	9901
Noemer (N)	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio: Boekjaar van 12 maanden N > 0 ⁽⁴⁾		
5. Nettorentabiliteit van de totale activa vóór belastingen en schuldenlasten		
Teller ⁽²⁾ (T)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134	9904 + 65 – 9126 + 67/77
Teller ⁽³⁾ (T)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134	9904 + 65 – 67/77
Noemer (N)	20/58	20/58
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio: Boekjaar van 12 maanden		

(1) De formules vermeld voor de boekjaren die beginnen na 31 december 2015 zijn ook geldig voor het Microschema.

(2) Boekjaren die beginnen voor 1 januari 2016.

(3) Boekjaren die beginnen na 31 december 2015.

(4) Voorwaarde geldig voor het berekenen van de mediaan, maar niet voor de geglobaliseerde gegevens.

	Rubrieken toegewezen	
	in het volledig schema	in het verkort schema ⁽¹⁾
Nettorentabiliteit van de totale activa vóór belastingen en schuldenlasten, ongerekend het uitzonderlijk resultaat		
Teller ⁽²⁾ (T)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134 – 76 + 66	9904 + 65 – 9126 + 67/77 – 76 + 66
Teller ⁽³⁾ (T)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134 – 76A – 76B + 66A + 66B	9904 + 65 + 67/77 – 76A – 76B + 66A + 66B
Noemer (N)	20/58	20/58
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio: Boekjaar van 12 maanden		
6. Nettorentabiliteit van het eigen vermogen		
Teller (T)	9904	9904
Noemer (N)	10/15	10/15
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio: Boekjaar van 12 maanden N > 0 ⁽⁴⁾		
7. Nettorentabiliteit van het eigen vermogen, ongerekend het uitzonderlijk resultaat		
Teller ⁽²⁾ (T)	9904 – 76 + 66	9904 – 76 + 66
Teller ⁽³⁾ (T)	9904 – 76A – 76B + 66A + 66B	9904 – 76A – 76B + 66A + 66B
Noemer (N)	10/15	10/15
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio: Boekjaar van 12 maanden N > 0 ⁽⁴⁾		
8. Graad van financiële onafhankelijkheid		
Teller (T)	10/15	10/15
Noemer (N)	10/49	10/49
9. Graad van zelffinanciering		
Teller (T)	13 + 14	13 + 14
Noemer (N)	10/49	10/49
10. Gemiddelde rentelasten van de financiële schulden		
Teller ⁽²⁾ (T)	650	65 – 9125 – 9126
Teller ⁽³⁾ (T)	650	65
Noemer (N)	170/4 + 8801 + 43	170/4 + 42 + 43
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio: Boekjaar van 12 maanden		

(1) De formules vermeld voor de boekjaren die beginnen na 31 december 2015 zijn ook geldig voor het Microschema.

(2) Boekjaren die beginnen voor 1 januari 2016.

(3) Boekjaren die beginnen na 31 december 2015.

(4) Voorwaarde geldig voor het berekenen van de mediaan, maar niet voor de geglobaliseerde gegevens.

BIJLAGE 1 **DEFINITIE VAN DE FINANCIËLE RATIO'S (vervolg 2)**

	Rubrieken toegewezen	
	in het volledig schema	in het verkort schema ⁽¹⁾
11. Investeringsgraad materiële vaste activa		
Teller (T)	8169 + 8229 – 8299	8169 + 8229 – 8299
Noemer (N)	8199P + 8259P – 8329P	8199P + 8259P – 8329P
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
$N > 0$ ⁽⁴⁾		

(1) De formules vermeld voor de boekjaren die beginnen na 31 december 2015 zijn ook geldig voor het Microschema.

(2) Boekjaren die beginnen voor 1 januari 2016.

(3) Boekjaren die beginnen na 31 december 2015.

(4) Voorwaarde geldig voor het berekenen van de mediaan, maar niet voor de geglobaliseerde gegevens.

BIJLAGE 2 **SECTORALE GROEPERINGS**

	Afdelingen NACE-BEL 2008
Verwerkende nijverheid	10-33
Bouwnijverheid	41-43
Energie, water en afval	35-39
Groothandel ⁽¹⁾	46
Kleinhandel ⁽¹⁾	47
Vervoer en opslag	49-53
Accommodatie en maaltijden	55-56
Informatie en communicatie	58-63
Exploitatie van en handel in onroerend goed	68
Diensten aan ondernemingen ⁽²⁾	69-82

(1) Met uitzondering van de handel in auto's.

(2) Met uitzondering van de activiteiten van hoofdkantoren (70 100).

BIJLAGE 3 RENTABILITEIT VAN HET EIGEN VERMOGEN

(in %, geglobaliseerde gegevens)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 r
Totaal	1,3	9,9	10,2	14,7	13,6	14,4	7,8	9,5	10,0	7,6	7,2	5,7	6,8	7,0	7,5
waarvan:															
Verwerkende nijverheid	4,2	7,8	10,9	19,8	14,8	16,5	9,7	13,3	13,3	8,7	10,7	4,9	7,0	9,7	9,3
Bouwnijverheid	4,6	7,7	9,7	11,3	15,1	15,2	10,2	9,7	9,5	10,5	8,5	7,8	7,7	9,6	7,3
Energie, water en afval	19,6	22,1	13,3	15,7	17,1	11,8	4,7	10,0	6,0	5,4	1,2	-1,6	3,8	-1,2	-1,4
Groothandel ⁽¹⁾	4,0	9,2	13,4	13,6	14,9	13,0	6,8	9,5	7,7	6,5	6,5	5,5	8,9	5,6	6,0
Kleinhandel ⁽¹⁾	4,1	6,4	11,6	9,2	7,6	14,0	8,8	15,5	9,7	10,2	8,8	9,7	4,3	9,8	11,9
Vervoer en opslag	-0,6	4,5	16,6	20,9	11,5	14,5	18,0	2,3	10,1	-2,4	6,3	5,9	6,9	10,3	7,7
Accommodatie en maaltijden	-2,9	-1,7	-9,5	-0,7	11,5	6,5	0,9	-1,7	3,6	3,5	-1,0	1,9	4,3	2,1	7,0
Informatie en communicatie	-44,0	21,0	9,9	13,2	15,6	14,2	3,5	10,4	18,3	14,4	15,1	11,9	14,0	14,0	7,5
Exploitatie van en handel in onroerend goed	1,9	2,7	4,7	5,5	8,1	9,1	5,0	4,1	6,5	4,4	4,5	5,7	4,6	5,0	5,9
Diensten aan ondernemingen ⁽²⁾	4,8	6,8	8,4	12,3	13,6	18,6	6,8	9,2	9,4	9,5	6,7	8,4	8,3	7,1	9,7

Bron: NBB.

(1) Met uitzondering van de handel in auto's.

(2) Met uitzondering van de activiteiten van hoofdkantoren.

BIJLAGE 4 GRAAD VAN FINANCIËLE ONAFHANKELIJKHEID PER ACTIVITEITSTAK

(in %, geglobaliseerde gegevens)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 r
Totaal	36,4	34,6	34,3	35,7	37,2	37,8	36,9	38,4	39,1	41,6	42,4	42,5	42,7	42,0	40,6
waarvan :															
Verwerkende nijverheid	34,5	34,3	32,2	34,0	37,2	37,6	36,4	39,7	39,0	41,0	42,9	42,7	42,5	38,8	37,3
Bouwnijverheid	29,2	31,0	32,9	32,8	33,5	33,0	34,5	32,4	32,4	31,5	34,4	35,5	35,5	35,4	36,7
Energie, water en afval	43,2	34,3	33,4	32,6	34,8	26,2	28,7	28,8	32,3	47,7	44,7	44,5	47,4	49,8	44,1
Groothandel ⁽¹⁾	27,0	28,3	30,1	30,6	34,0	35,2	36,8	38,7	44,3	45,0	42,5	42,9	42,3	44,1	44,3
Kleinhandel ⁽¹⁾	34,9	31,4	37,9	37,8	36,8	35,3	34,2	36,1	34,8	35,3	36,5	36,7	36,9	35,9	36,2
Vervoer en opslag	24,0	25,8	24,3	34,1	34,2	34,9	35,7	35,9	35,3	34,2	35,8	35,4	32,5	33,6	34,4
Accommodatie en maaltijden	22,3	24,8	27,9	26,1	32,7	28,8	39,4	34,7	33,9	33,9	33,7	35,0	38,2	39,6	41,7
Informatie en communicatie	44,6	45,4	43,8	44,4	33,2	33,2	31,7	26,8	29,3	29,0	29,2	28,4	29,1	29,3	32,8
Exploitatie van en handel in onroerend goed	36,4	34,2	32,6	31,8	34,4	40,7	36,9	35,3	37,7	39,2	40,8	41,1	40,5	41,2	41,2
Diensten aan ondernemingen ⁽²⁾	45,0	34,7	36,3	38,1	38,3	42,8	37,0	46,7	43,3	46,0	47,6	47,3	47,9	48,3	44,7

Bron: NBB.

(1) Met uitzondering van de handel in auto's.

(2) Met uitzondering van de activiteiten van hoofdkantoren.

BIJLAGE 5 GEMIDDELTE RENTELASTEN VAN DE FINANCIËLE SCHULDEN, PER BEDRIJFSTAK

(in %, medianen, grote ondernemingen)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 r
Totaal	6,0	5,7	5,4	5,3	5,4	5,9	6,3	5,5	4,9	4,8	4,5	4,2	4,0	3,6	3,4
waarvan:															
Verwerkende nijverheid	5,9	5,7	5,3	5,2	5,2	5,8	6,2	5,4	4,8	4,6	4,4	4,1	3,9	3,3	3,1
Bouwnijverheid	6,0	5,6	5,3	5,2	5,2	6,1	6,3	5,5	4,9	4,6	4,4	4,0	3,9	3,5	3,4
Energie, water en afval	5,7	5,3	4,5	4,7	4,7	5,1	5,7	4,5	4,1	4,6	4,6	4,5	4,5	4,4	4,0
Groothandel ⁽¹⁾	5,8	5,5	5,2	5,2	5,5	6,2	6,4	5,3	4,6	4,5	4,2	4,0	3,7	3,4	3,3
Kleinhandel ⁽¹⁾	6,7	6,5	5,9	5,9	5,8	6,2	6,3	6,0	5,4	5,3	4,9	4,7	4,5	3,9	3,8
Vervoer en opslag	6,1	5,9	5,6	5,4	5,2	5,5	5,9	5,6	5,2	5,0	4,6	4,1	3,9	3,5	3,1
Accommodatie en maaltijden	6,3	6,1	5,8	5,4	5,4	5,9	6,9	6,0	5,5	5,6	5,0	4,1	4,2	3,5	3,6
Informatie en communicatie	6,7	6,3	6,3	6,0	6,1	6,3	7,1	6,3	6,2	5,7	5,4	5,3	5,1	4,9	4,7
Exploitatie van en handel in onroerend goed	5,4	4,8	5,0	4,9	5,1	5,3	5,7	5,1	4,9	4,8	4,5	3,9	3,8	3,6	3,5
Diensten aan ondernemingen ⁽²⁾	5,9	5,7	5,4	5,3	5,5	6,0	6,5	5,9	5,3	5,2	5,0	4,5	4,2	3,8	3,4

Bron: NBB.

(1) Met uitzondering van de handel in auto's.

(2) Met uitzondering van de activiteiten van hoofdkantoren.

BIJLAGE 6 INVESTERINGSGRAAD VOOR DE MATERIËLE VASTE ACTIVA, PER BEDRIJFSTAK

(in %, geglobaliseerde gegevens)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 r
Totaal	23,2	22,8	23,3	25,3	24,1	26,0	26,1	21,2	19,3	21,6	20,2	19,4	19,8	19,4	20,2
waarvan:															
Verwerkende nijverheid	24,6	24,0	23,4	23,3	24,4	27,5	26,4	21,4	20,0	21,8	23,5	21,8	23,4	24,9	25,0
Bouwnijverheid	25,7	23,7	22,2	24,7	27,2	31,8	31,2	27,0	21,6	25,8	20,9	19,1	19,1	19,6	18,7
Energie, water en afval	11,2	10,4	15,7	16,3	11,4	13,1	17,9	25,7	18,3	15,9	15,0	16,2	10,7	11,4	16,7
Groothandel ⁽¹⁾	31,4	26,8	27,8	28,1	31,2	30,8	28,5	22,4	22,4	24,6	22,8	21,7	21,5	20,5	21,8
Kleinhandel ⁽¹⁾	28,0	24,6	25,2	25,7	25,9	26,4	25,6	22,7	22,4	31,8	22,5	20,4	21,2	21,5	22,0
Vervoer en opslag	26,4	22,7	26,9	49,9	23,4	26,9	26,3	20,5	19,1	17,2	14,6	16,3	22,2	18,8	19,9
Accommodatie en maaltijden	15,9	14,2	16,0	16,0	17,3	21,1	21,3	15,3	16,0	15,2	15,6	12,9	13,5	13,7	15,6
Informatie en communicatie	21,8	20,0	22,0	26,3	26,8	25,6	32,8	21,3	18,8	24,8	24,7	27,5	27,5	24,4	23,9
Exploitatie van en handel in onroerend goed	10,5	12,8	12,3	12,3	12,5	12,9	15,5	11,9	10,9	11,7	11,7	11,3	12,5	10,9	11,5
Diensten aan ondernemingen ⁽²⁾	29,1	30,1	31,9	30,5	30,6	32,0	31,7	26,0	26,4	33,4	29,8	26,1	25,5	26,0	27,6

Bron: NBB.

(1) Met uitzondering van de handel in auto's.

(2) Met uitzondering van de activiteiten van hoofdkantoren.

Abstracts from the Working Papers series

328. Firm heterogeneity and aggregate business services exports: Micro evidence from Belgium, France, Germany and Spain, by A. Ariu, E. Biewen, S. Blank, G. Guillaume, M.J. Gonzales, Ph. Meinen, D. Mirza, C. Martin, P. Tello, September 2017

The paper uses detailed micro data on service exports at the firm-destination-service level to analyse the role of firm heterogeneity in shaping aggregate service exports in Belgium, France, Germany and Spain from 2003 to 2007. The authors decompose the level and the growth of aggregate service exports into different trade margins paying special attention to firm heterogeneity within countries. They find that the weak export growth of France is at least partly due to poor performance by small exporters. By contrast, small exporters are the most dynamic contributors to the aggregate exports of Belgium, Germany and Spain. Their results highlight the importance of firm heterogeneity in understanding aggregate export growth.

329. The interconnections between services and goods trade at the firm-level, by A. Ariu, H. Breinlichz, G. Corcosx, G. Mion, October 2017

In the paper the authors study how international trade in goods and services interact at the firm level. Using a rich dataset on Belgian firms during the period 1995-2005, they show that: i) firms are much more likely to source services and goods inputs from the same origin country rather than from different ones; ii) increases in barriers to imports of goods reduce firm-level imports of services from the same market, and conversely. They build upon a discrete-choice model of goods and services input sourcing that can reproduce these facts to design our econometric strategy. The results suggest that a liberalization of service trade has direct and sizable effects on goods trade and vice-versa. Moreover, sourcing goods and services from the same origin brings substantial complementarities to both.

330. Why do manufacturing firms produce services? Evidence for the servitization paradox in Belgium, by P. Blanchard, C. Fuss, C. Mathieu, November 2017

The increasing role of services in GDP results from the growing share of service industries, but also from the fact that firms produce services along with goods. The paper investigates the determinants of service provision by manufacturing firms. First, it develops a model of differentiated products with, on the demand side, complementarities between the firm's goods and services, and, on the supply side, rivalry in the allocation of expertise between the production of goods and the provision of services. Second, it provides an econometric assessment of the determinants of servitization for manufacturing firms, using a fractional Probit model with heterogeneity, controlling for endogeneity with respect to unobserved firm characteristics. Both the theoretical model and empirical estimates point to a non-linear relationship between servitization and firm productivity. The relationship is further shaped by the sector environment as well as intrinsic characteristics of the goods and services supplied.

Conventionele tekens

%	procent
d.w.z.	dat wil zeggen
enz.	enzovoort
p.m.	pro memorie
r	raming van de Bank
t.o.v.	ten opzichte van

Lijst van afkortingen

Landen

BE	België
DE	Duitsland
EE	Estland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
CY	Cyprus
LV	Letland
LT	Litouwen
LU	Luxemburg
MT	Malta
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
SI	Slovenië
SK	Slowakije
FI	Finland
EA	Eurogebied
BG	Bulgarije
CZ	Tsjechië
DK	Denemarken
HR	Kroatië
HU	Hongarije
PL	Polen
RO	Roemenië
SE	Zweden
UK	Verenigd Koninkrijk
EU	Europese Unie
EU15	Europese Unie van 15 landen, vóór de uitbreiding in 2004
CH	Zwitserland

IS	IJsland
JP	Japan
NO	Noorwegen
VS	Verenigde Staten

Andere

ADS	Algemene Directie Statistiek
APP	Asset purchase programme
BBP	Bruto binnenlands product
BDI	Buitenlandse directe investeringen
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CBN	Commissie voor Boekhoudkundige Normen
CPB	Centraal Planbureau
DFR	Deposit Facility Rate
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EDIS	Europees depositogarantiestelsel
EFFS	Europese faciliteit voor financiële stabiliteit
EFSM	Europees financieel stabilisatiemechanisme
EMU	Economische en Monetaire Unie
EONIA	Euro Overnight Index Average
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESM	Europees stabiliteitsmechanisme
ESR	Europees Stelsel van Rekeningen
FOD	Federale Overheidsdienst
FPB	Federaal Planbureau
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
HOUDB	Houdbaar begrotingsaldo
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de nationale rekeningen
IZW	Instelling zonder winstoogmerk
KMO	Kleine of middelgrote onderneming
MIP	Macroeconomic Imbalance Procedure – Procedure bij macro-economische onevenwichtigheden
MTO	Medium-term objective – middellangetermijndoelstelling
NACE	Nomenclatuur van de economische activiteiten van de Europese Gemeenschap
NACEBEL	Nomenclatuur van de economische activiteiten van de Europese Gemeenschap, Belgische versie
NB	Nominaal begrotingsaldo
NBB	Nationale Bank van België
NBER	National Bureau of Economic Research
NCPI	Nationale consumptieprijsindex

OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OG	Output gap
OMT	Outright monetaire transacties
O&O	Onderzoek en ontwikkeling
OPEC	Organisatie van olie-exporterende landen
PDF	Portable Document Format
R&D	Research and Development – Onderzoek en ontwikkeling
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
SB	Structureel begrotingsaldo
SGP	Stabiliteits- en groeipact
SOWALFIN	Société Wallonne de Financement et de Garantie des Petites et Moyennes Entreprises
S&P	Standard & Poor's
SRIW	Société Régionale d'Investissement de Wallonie
SRM	Single Resolution Mechanism – gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme
SSM	Single Supervisory Mechanism – gemeenschappelijk toezichtsmechanisme
TFP	Totale factorproductiviteit
TLTRO	Targeted longer-term refinancing operations
VN	Verenigde Naties
VSCB	Verdrag inzake stabiliteit, coördinatie en bestuur
VTE	Voltijdequivalent
VWEU	Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie
VZW	Vereniging zonder winstoogmerk
WIB	Wetboek van de inkomstenbelastingen
ZLB	Zero Lower Bound (ondergrens voor de beleidsrente)

Nationale Bank van België
Naamloze vennootschap
RPR Brussel – Ondernemingsnummer: 0203.201.340
Maatschappelijke zetel: de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel
www.nbb.be



Verantwoordelijke uitgever

Jan Smets

Gouverneur

Nationale Bank van België
de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel

Contactpersoon voor de publicatie

Pierre Crevits

Chef van het departement Secretariaat-generaal en communicatie

Tel. +32 2 221 30 29
pierre.crevits@nbb.be

© Illustraties: Nationale Bank van België
Omslag en opmaak: NBB AG – Prepress & Image
Gepubliceerd in december 2017

