

Economisch Tijdschrift

Juni 2007



© Nationale Bank van België

Alle rechten voorbehouden.

De gehele of gedeeltelijke vermenigvuldiging van deze publicatie voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan met bronvermelding.

ISSN 1371 - 1229

Inhoud

ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR BELGIË – VOORJAAR 2007	7
DIRECTE INVESTERINGEN EN AANTREKKELIJKHEID VAN BELGIË	31
DE AFVLAKKING VAN DE RENDEMENTSCURVE: OORZAKEN EN GEVOLGEN VOOR HET ECONOMISCHE BELEID	51
RECENTE TENDENSEN INZAKE VENNOOTSCHAPSBELASTING	67
SUMMARIES OF ARTICLES	85
ABSTRACTS OF THE WORKING PAPERS SERIES	89
CONVENTIONELE TEKENS	93
LIJST VAN AFKORTINGEN	95

Economische projecties voor België – Voorjaar 2007

Inleiding

In 2006 heeft de Belgische economie ruimschoots geprofiteerd van een gunstige omgeving. Het bbp is naar volume met 3 pct. gegroeid en volgens het INR werden netto meer dan 46.000 banen gecreëerd. Dit zijn de beste resultaten sinds 2000. Deze gunstige trend heeft zich in de eerste maanden van 2007 doorgezet. De wereld-economie is op haar robuuste elan doorgedaan, onder meer onder impuls van de opkomende economieën. Het evenwicht tussen de groeipolen aan beide zijden van de Atlantische Oceaan is evenwel hersteld, doordat zich in de Verenigde Staten een vertraging heeft voorgedaan, terwijl een aanmerkelijke groeiversteviging is opgetreden in het eurogebied. Met name in Duitsland lijkt de verhoging van het btw-tarief met 3 procentpunten aan het begin van 2007 – in tegenstelling met wat zes maanden geleden nog werd gevreesd – nauwelijks negatieve effecten op de groei te hebben gesorteerd, of werd de impact ervan in ieder geval gecompenseerd door de algemene economische opleving. Tegen de achtergrond van een minder accommoderend monetair beleid bleef de inflatie, van haar kant, nog steeds gematigd in de meeste economische zones, deels als gevolg van de afkoeling van de aardolieprijzen tussen augustus 2006 en januari 2007.

Het positieve groeiverschil dat ten opzichte van de Verenigde Staten is ontstaan, heeft bijgedragen tot een appreciatie van de euro tegenover de dollar, en ook de langetermijnrente heeft zich in Europa enigszins hersteld gedurende de afgelopen twaalf maanden. Toch wijst het hoge peil van de recente resultaten van de enquêtes bij de Belgische ondernemingen en huishoudens nog steeds op gunstige conjunctuurvooruitzichten op de korte termijn. De economische projecties van het voorjaar 2007, die betrekking hebben op het lopende jaar en op 2008,

passen bijgevolg in een omgeving die initieel iets gunstiger lijkt dan zes maanden eerder was verwacht bij het opstellen van de najaarsprojecties van 2006⁽¹⁾.

Deze projecties van de Bank voor België, die werden uitgevoerd in het kader van een halfjaarlijkse denkoefening van de centrale banken van het Eurosysteem, waarvan de resultaten voor het eurogebied worden verkregen door samenvoeging van de resultaten voor de verschillende nationale economieën⁽²⁾, berusten op een reeks gemeenschappelijke hypothesen ten aanzien van de internationale economie en het verloop van de rente, de wisselkoersen en de grondstoffenprijzen. Ze zijn tevens afhankelijk van specifieke hypothesen voor de Belgische economie, namelijk voor de variabelen waarvan het verloop grotendeels op discretionaire wijze wordt bepaald door de economische actoren. Dit is bijvoorbeeld het geval voor de loonakkoorden die het resultaat zijn van onderhandelingen tussen de sociale partners, en voor de beslissingen van de overheid op budgettair vlak.

In deze denkoefening werd uitgegaan van een groei van 5 pct. voor de uurloonkosten van de particuliere sector over de periode 2007-2008 als geheel. Dit stemt overeen met de indicatieve norm van het centraal akkoord, bij gebrek aan volledige informatie over de afloop van de onderhandelingen die worden gevoerd op het niveau van de paritaire comités.

De resultaten van de overheidsfinanciën werden verkregen rekening houdend met enkel de reeds genomen maatregelen en met de recente verwezenlijkingen, en

(1) NBB (2006), « Economische projecties voor België - Najaar 2006 », Economisch Tijdschrift, december 2006.

(2) De projecties voor het eurogebied werden gepubliceerd in het Maandbericht van de ECB van juni.

dit zowel voor de inkomsten als voor de uitgaven. Op een langere termijn zijn ze voornamelijk een gevolg van de endogene invloed van de macro-economische omgeving op de inkomsten, en van een uitgavenverloop dat gebaseerd is op historische ontwikkelingen. De nieuwe overheidsmaatregelen die in de loop van de volgende maanden zouden kunnen worden genomen, werden in deze denkoefening niet in aanmerking genomen. In voorkomend geval zouden zij op hun beurt de projecties voor de gehele economie kunnen beïnvloeden.

Het eerste hoofdstuk is gewijd aan de internationale omgeving. Het bevat een samenvatting van de projecties van het Eurosysteem voor het eurogebied evenals een voorstelling van de belangrijkste gemeenschappelijke hypothesen. De drie volgende hoofdstukken geven een uitvoerige toelichting bij de recente situatie van en de projecties voor de nationale economie. Ze behandelen respectievelijk de activiteit, de werkgelegenheid en de belangrijkste bestedingscomponenten (hoofdstuk 2) – waarvan de ontwikkelingen, zoals gebruikelijk is in het Eurosysteem, worden beschreven zonder rekening te houden met de specifieke effecten verbonden aan de seizoenen en aan de onregelmatigheden in de kalender –, het prijs- en loonkostenverloop (hoofdstuk 3) en de resultaten op het vlak van de overheidsfinanciën (hoofdstuk 4). Tot slot bevat het laatste hoofdstuk een bespreking van de belangrijkste risico's omtrent de projecties, en een samenvatting van de resultaten van andere instellingen.

De projecties voor België werden opgesteld op basis van de op 24 mei 2007 beschikbare gegevens.

1. Internationale omgeving

1.1 De wereldeconomie

De wereldeconomie liet in 2006 een ongewoon sterke groei optekenen, terwijl de inflatie onder controle bleef. Het mondiale bbp nam toe met 5,2 pct., een groeitempo dat de piek van 2004 bijna evenaarde. Dit was vooral te danken aan de zeer krachtige expansie van de opkomende economieën, in het bijzonder China, India, Rusland en een aantal Centraal- en Oost-Europese landen. Ook de groep van industrielanden als geheel groeide in 2006 sterker dan in 2005. Terwijl de economische groei in de Verenigde Staten begon te vertragen in het tweede kwartaal, bleven de andere industrielanden een robuuste groei optekenen, waardoor de conjunctuurcycli van de belangrijkste economische zones meer parallel zijn gaan verlopen. De krachtige groei van de wereldeconomie viel samen met een zeer sterke toename van de wereldhandel die in 2006

ongeveer 8,5 pct. bedroeg. Conjunctuurindicatoren en beschikbare statistieken wijzen tevens op een voortgezette stevige economische activiteit in de eerste maanden van 2007.

De wereldwijde groei werd dus slechts in beperkte mate afgeremd door de olie- en andere grondstoffenprijzen die ook in 2006 zeer hoog bleven. Nadat de prijs van een vat Brent begin augustus een piek bereikte van 78,5 VS-dollar, daalde de prijs tot een gemiddelde van 54,3 VS-dollar in januari 2007. Sedertdien is de prijs van een vat Brent echter opnieuw gestegen, om in april uit te komen op 67,6 VS-dollar. De hoge olieprijsen zijn vooral een gevolg van de zeer sterke vraag en de beperkte marges aan ongebruikte capaciteit bij zowel de productie als de raffinage, terwijl de volatiliteit voornamelijk een weerspiegeling is van de veranderende geopolitieke situatie en weersomstandigheden. De prijzen van de industriële grondstoffen, van hun kant, zijn in de loop van 2006 en de eerste maanden van 2007 bijna ononderbroken gestegen, als gevolg van de zeer sterke vraag. Verwacht wordt dat de prijzen van de meeste grondstoffen zich ook in 2007 en 2008 gemiddeld genomen op een hoog peil zullen bevinden.

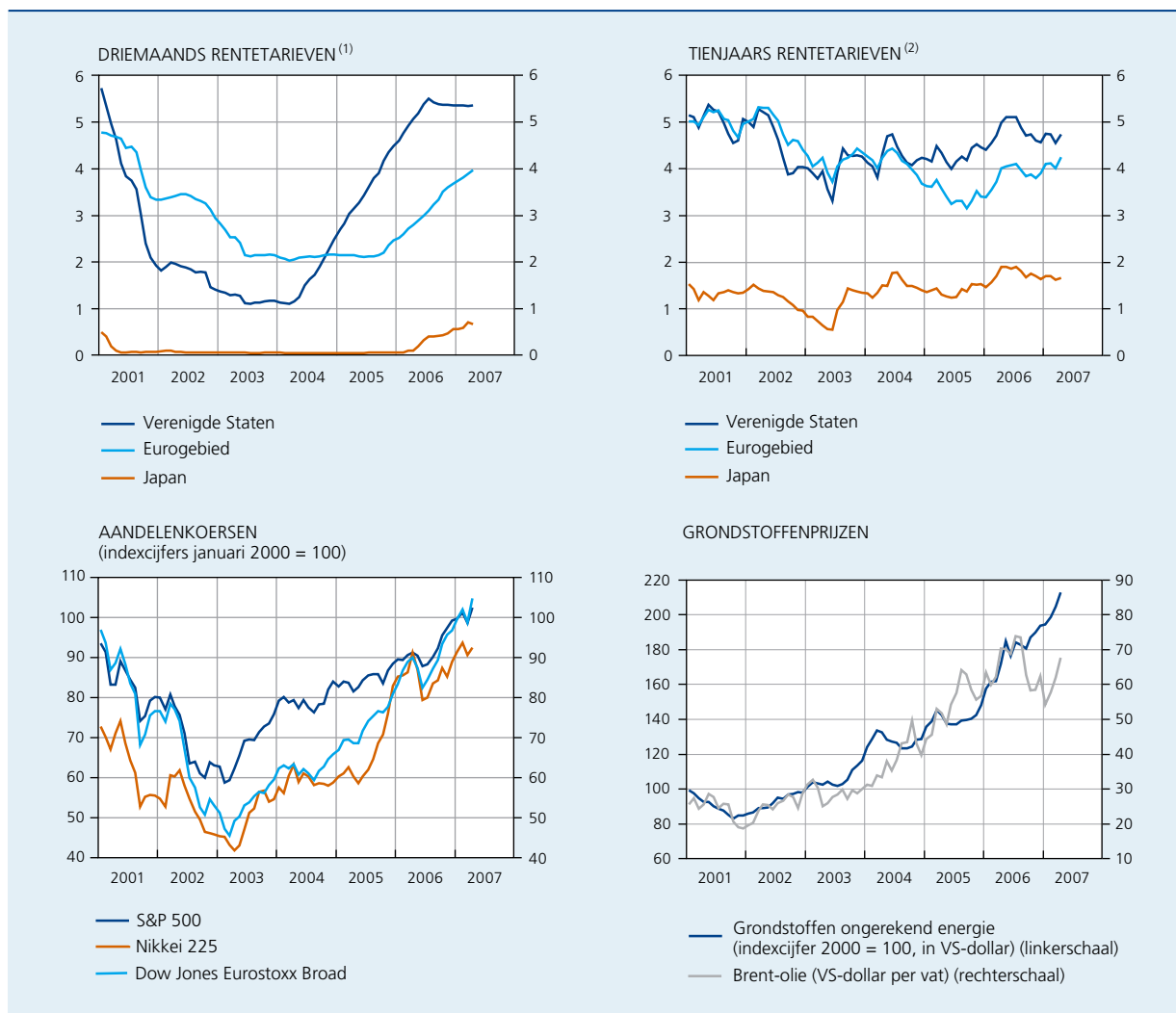
Als reactie op de toenemende inflatierisico's, hebben de belangrijkste centrale banken in 2006 hun leidinggevende rentetarieven verhoogd. In de Verenigde Staten werd de geleidelijke verkrapping van het monetaire beleid die in juni 2004 was ingezet, voortgezet tijdens de eerste helft van 2006. Op 29 juni werd de beoogde fed-fundsrente op 5,25 pct. gebracht. Niettegenstaande het feit dat de groei in de Verenigde Staten sedertdien aanzienlijk is vertraagd, heeft de Federal Reserve haar beleid niet versoepeld omdat ze van oordeel was dat de inflatierisico's dat niet toelieten. In het eurogebied heeft de Raad van Bestuur van de ECB het richtinggevende rentetarief van het Eurosysteem in zeven opeenvolgende stappen verhoogd van 2 pct. in november 2005 tot 3,75 pct. op 8 maart 2007, de laatste verhoging bij het afsluiten van de projecties⁽¹⁾. Tegen de achtergrond van een wegebende deflatie in Japan, heeft de Bank of Japan in 2006 een einde gemaakt aan haar beleid van overvloedige liquiditeitsverstrekking tegen een nulrente. Op 14 juli 2006 en 21 februari 2007 verhoogde ze de basisrente, telkens met 25 basispunten, tot 0,5 pct. De Bank of England, tot slot, heeft haar leidinggevende rentetarief sedert medio 2006 in vier stappen van 25 basispunten verhoogd tot 5,5 pct. op 10 mei 2007.

(1) Op 6 juni 2007 verhoogde de Raad van Bestuur het richtinggevende rentetarief tot 4 pct.

Niettegenstaande de monetaire-beleidsverstrakking, bleven de financieringsvoorwaarden in 2006 over het algemeen gunstig, wat samen met de sterke ondernemingswinsten en de verbeterde toestand op de arbeidsmarkten de economische activiteit heeft ondersteund. De langetermijnrente bleef gemiddeld genomen ook in 2006 en in de eerste maanden van 2007 op een relatief laag peil, hoewel ze iets hoger lag dan in 2005. Dit heeft vooral te maken met een daling van de risicopremie die vervat ligt in de langetermijnrente, die het effect van de stijgende kortetermijnrente gedeeltelijk heeft gecompenseerd. Ook de premies die vervat zitten in de rendementen van meer risicovolle obligaties uitgegeven door de overheden van de opkomende landen en door bedrijven zijn uitzonderlijk

laag gebleven. Hoewel dit in zekere mate toegeschreven kan worden aan de toegenomen macro-economische stabiliteit, spelen ook andere factoren een rol, zoals onder meer een sterke vraag naar beleggingen vanwege de Aziatische centrale banken en de olie-uitvoerende landen. De lage langetermijnrente, alsook de sterke economische groei en de hoge ondernemingswinsten, ondersteunden voorts de stijging van de aandelenkoersen. Ondanks een tijdelijke correctie in mei en juni 2006, heeft vooral de Dow Jones Eurostoxx index een flinke stijging van bijna 30 pct. geboekt tussen december 2005 en april 2007. Ook de voorwaarden voor externe financiering via de uitgifte van aandelen bleven in 2006 dus gunstig.

GRAFIEK 1 ONTWIKKELINGEN OP DE FINANCIËLE MARKTEN EN DE GRONDSTOFFENMARKTEN
(maandgemiddelden)



Bronnen: ECB, HWWA.

(1) Rente op driemaands interbancaire deposito's.

(2) Rendement op tienjaars overheidsobligaties (referentieleningen).

TABEL 1 PROJECTIES VOOR DE VOORNAAMSTE ECONOMISCHE ZONES BUITEN HET EUROGEBIED

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

	2006	2007	2008
	Realisaties	Projecties	
Bbp naar volume			
Verenigde Staten	3,3	2,2	2,7
Japan	2,2	2,3	2,1
Verenigd Koninkrijk	2,8	2,8	2,5
Twaalf nieuwe lidstaten van de EU ⁽¹⁾	6,3	5,7	5,3
Azië (m.u.v. Japan)	8,7	8,3	8,4
China	10,7	10,5	10,4
India	8,7	7,6	7,4
Rusland	6,7	6,8	6,5
Wereld	5,2	4,8	4,8
<i>p.m. Wereldhandel</i>	<i>8½</i>	<i>7¾</i>	<i>7¾</i>
Inflatie⁽²⁾			
Verenigde Staten	3,2	2,3	1,9
Japan	0,2	0,0	0,4
Verenigd Koninkrijk	2,3	2,3	2,0
Twaalf nieuwe lidstaten van de EU ⁽¹⁾	3,2	3,4	3,2
Werkloosheidsgraad⁽³⁾			
Verenigde Staten	4,6	4,7	5,0
Japan	4,1	4,1	4,2
Verenigd Koninkrijk	5,3	5,0	4,9
Twaalf nieuwe lidstaten van de EU ⁽¹⁾	9,9	8,7	7,8

Bronnen: EC (lentevooruitzichten, mei 2007) en eigen berekeningen.

(1) Gemiddelden, gewogen aan de hand van de relatieve grootte van hun bbp in 2006.

(2) Consumptieprijsindex.

(3) Procenten van de beroepsbevolking.

De vooruitzichten voor de wereldeconomie in 2007 en 2008 lijken dus gunstig. Volgens de Europese Commissie zou de groei van het mondiale bbp na de zeer sterke prestatie in 2006 lichtjes vertragen tot 4,8 pct. in 2007 en 2008, hetzelfde expansietempo als in 2005. De inflatie, van haar kant, zou onder controle blijven, als gevolg van de toenemende internationale concurrentie in het kader van de globalisering en het matige verloop van de loonkosten per eenheid product.

Hoewel een lichte vertraging wordt verwacht ten opzichte van 2006, zou de groei in de opkomende landen in Azië en in Rusland in 2007 en 2008 de belangrijkste drijvende kracht blijven achter de wereldwijde economische groei. Ook in de twaalf nieuwe lidstaten van de EU zou de

toename van de activiteit iets lager zijn dan in 2006, maar toch nog zeer robuust, gestimuleerd door de particuliere consumptie, de woningbouw en de buitenlandse directe investeringen. Deze landen zouden hun inhaalbeweging ten opzichte van het eurogebied dan ook voortzetten.

Ook de meeste industrielanden buiten het eurogebied zouden in 2007 en 2008 een robuuste groei laten optekenen. De belangrijkste uitzondering op dit positieve beeld vormen de vooruitzichten voor de Verenigde Staten, waar de aan de gang zijnde sterke correctie op de woningmarkt in 2007 nog meer zou gaan wegen op de groei dan in 2006. Hoewel er grote onzekerheid heerst over de omvang van die correctie, wordt er toch algemeen van uitgegaan dat de impact op de rest van de Amerikaanse

economie beperkt zou blijven en dat de groei in 2008 derhalve geleidelijk zou aantrekken, eens de correctie op de woningmarkt is weggeëbd. In dat geval zouden ook de oversijpelingeffecten naar de andere economieën beperkt zijn. In de andere belangrijkste industrielanden buiten het eurogebied, zoals Japan en het Verenigd Koninkrijk, zou de activiteit zowel in 2007 als in 2008 sterk blijven toenemen. Terwijl de groei tijdens het eerste jaar nog voornamelijk zou worden ondersteund door de investeringen van de ondernemingen, zouden in 2008 ook de andere componenten van de binnenlandse vraag – consumptie en investeringen in woningen – een belangrijke positieve bijdrage leveren. De verwachte combinatie van een voortgezette groeivertraging in de Verenigde Staten en een blijvend robuuste groei in de meeste andere industrielanden buiten het eurogebied, zou ertoe leiden dat de groeiverschillen tussen de industrielanden afnemen.

1.2 Projecties van het Eurosysteem voor het eurogebied

Nadat de groei er de voorgaande jaren achteropliep ten opzichte van de goede wereldwijde conjunctuur, heeft het eurogebied zich in 2006 aangesloten bij die algemene beweging. De economische activiteit nam er in 2006 sterk toe, met 2,9 pct., het hoogste peil sedert 2000, en dit

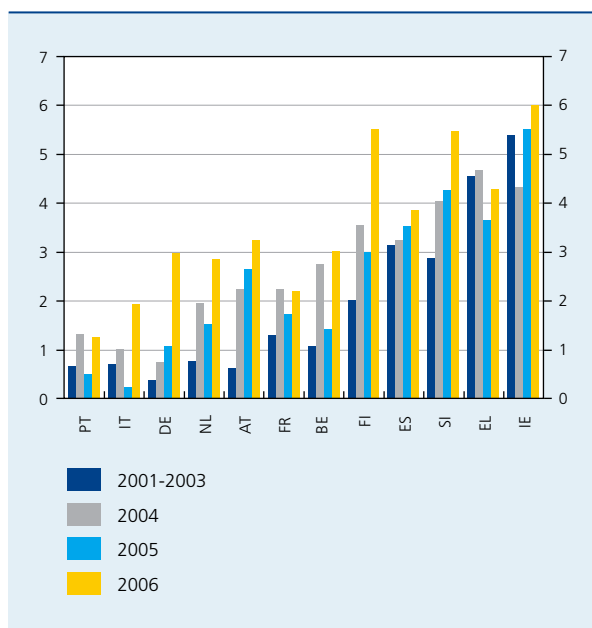
niettegenstaande de hoge olieprijsen, de groeivertraging in de Verenigde Staten en de appreciatie van de euro. Het eurogebied blijkt dus beter bestand te zijn geweest tegen negatieve schokken van buitenaf dan in het verleden. De bbp-groei is niet alleen aanzienlijk versneld, maar was ook op een bredere leest geschoeid. In de eerste plaats groeiden de investeringen krachtig, ondersteund door gunstige vraagvooruitzichten, een toenemende bezettingsgraad van de productiecapaciteit, hoge bedrijfswinsten en nog steeds gunstige financieringsvoorwaarden. Daarnaast herstelde ook de particuliere consumptie. Hoewel de gemiddelde loonontwikkelingen en de hoge olieprijsen bleven wegen op de koopkracht van de particulieren, heeft de verbeterde toestand op de arbeidsmarkt geleid tot een aantrekkelijke consumptie. Tot slot leverde ook de netto-uitvoer, in tegenstelling tot 2005, een positieve bijdrage tot de bbp-groei in 2006.

Ook de verschillen tussen de landen die deel uitmaken van het eurogebied zijn kleiner geworden. Vooral de groeiverschillen tussen de grote landen namen af, als gevolg van de krachtige heropleving van de Duitse, en in mindere mate de Italiaanse, economie waar de activiteit in 2004 en 2005 nog zeer zwak was. De heropleving in deze twee landen is gepaard gegaan met een aanzienlijke verbetering van de toestand op de arbeidsmarkt. Ook de andere landen van het eurogebied lieten in 2006 een groeiversnelling optekenen. De zeer sterke toename van het bbp in Finland in 2006 moet echter voor een deel worden gezien als een herstel na de groeivertraging in 2005.

Volgens de eerste beschikbare informatie, heeft de consolidatie van de conjunctuur in het eurogebied zich voortgezet in het begin van 2007. Achteraf gezien, blijkt met name de vrees voor een vertraging in Duitsland, als gevolg van de op 1 januari aldaar doorgevoerde btw-verhoging, te sterk te zijn geweest. Hoewel die btw-verhoging de Duitse private consumptie ongetwijfeld heeft afgeremd tijdens de eerste maanden van het jaar, waren de negatieve gevolgen voor het vertrouwen van zowel de consumenten als de ondernemers slechts zeer tijdelijk. Het aantrekken van de binnenlandse vraag en de aanzienlijke verbetering van de toestand op de arbeidsmarkt blijken elkaar te versterken en de negatieve impact van de btw-verhoging te overtreffen, wat aanleiding geeft tot een consolidatie na het sterke herstel in 2006.

Volgens de projecties van het Eurosysteem zou de groei in het eurogebied in 2007 en 2008 krachtig blijven. Ondanks de verwachte lichte vertraging van de mondiale groei, het aanhoudend hoge prijspeil van de meeste grondstoffen en de vertraagde gevolgen van de recente appreciatie van de euro, zou de externe omgeving over het geheel genomen bevorderlijk blijven voor de activiteit in het eurogebied.

GRAFIEK 2 BBP-GROEI IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED ⁽¹⁾
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bron : EC.

(1) Met uitzondering van Luxemburg; gegevens gezuiverd voor kalenderinvloeden.

TABEL 2 PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	Eurogebied			<i>p.m. België</i>		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Inflatie (HICP)	2,2	1,8 – 2,2	1,4 – 2,6	2,3	1,6	1,8
Bbp naar volume	2,9	2,3 – 2,9	1,8 – 2,8	3,0	2,5	2,2
waarvan :						
Particuliere consumptie	1,8	1,7 – 2,1	1,6 – 2,8	2,5	1,9	1,9
Overheidsconsumptie	2,0	1,0 – 2,0	1,0 – 2,0	1,4	2,0	2,3
Investerings	5,1	3,8 – 6,0	1,9 – 5,1	5,7	3,8	3,7
Uitvoer	8,5	4,8 – 7,6	4,0 – 7,2	3,6	5,7	4,6
Invoer	8,0	4,6 – 8,0	3,9 – 7,3	4,6	5,4	4,6

Bronnen: ECB, NBB.

De voortdurend sterke uitvoervraag zou zich geleidelijk uitbreiden tot de binnenlandse vraag. Het herstel van de investeringen, dat begon in 2006, zou zich voortzetten, tegen de achtergrond van hoge bedrijfswinsten en nog steeds gunstige financieringsvoorwaarden. De toestand op de arbeidsmarkt zou geleidelijk verbeteren, wat de consumptie van de particulieren verder zou ondersteunen, via een stijging van het beschikbare inkomen. De gemiddelde groei van het bbp naar volume, die in 2006 een piek bereikte van 2,9 pct., zou in 2007 tussen 2,3 en 2,9 pct. en in 2008 tussen 1,8 en 2,8 pct. liggen.

De aan de hand van de HICP gemeten inflatie bedroeg in 2006 gemiddeld 2,2 pct., net als in 2005, voornamelijk als gevolg van de sterk gestegen olieprijs. De energiegcomponent van de HICP zou in 2007 echter een temperende impact hebben op de inflatie en in 2008 quasi neutraal zijn. In 2007 zou dit effect echter gedeeltelijk worden gecompenseerd door de opwaartse impact van de indirecte belastingen, met name in Duitsland, en van de loonkosten. Deze zouden in 2008 nog iets versnellen, maar de impact daarvan op de inflatie zou min of meer gecompenseerd worden door een minder sterke stijging van de winstmarges van de ondernemingen. De gemiddelde inflatie zou in 2007 tussen 1,8 en 2,2 pct., en in 2008 tussen 1,4 en 2,6 pct. bedragen.

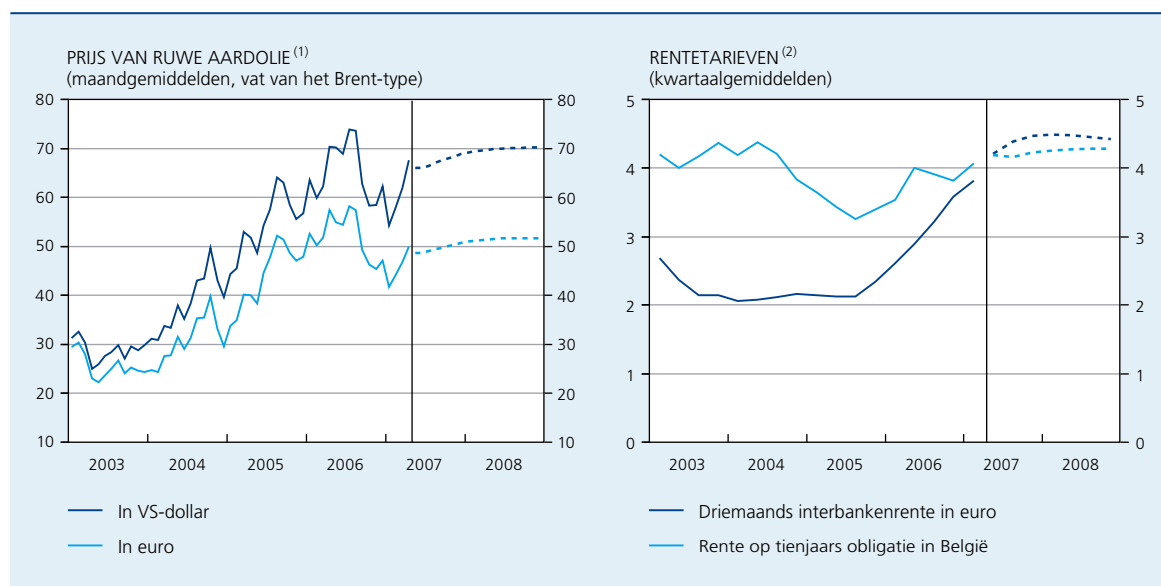
Kader – Hypothesen van het Eurosysteem

De economische projecties van het Eurosysteem voor het eurogebied, evenals de overeenkomstige projecties voor België, berusten op de volgende technische veronderstellingen:

- de gehanteerde rentetarieven zijn gebaseerd op de marktverwachtingen. De driemaands interbankenrente in euro bedroeg ongeveer 4 pct. op het ogenblik dat de projecties werden opgesteld. Volgens de marktverwachtingen zou ze stijgen tot een jaargemiddelde van 4,2 pct. in 2007 en 4,5 pct. in 2008. De representatieve tienjaarsrente voor België zou uitkomen op respectievelijk 4,2 pct. in 2007 en 4,3 pct. in 2008;
- de bilaterale wisselkoersen van de euro worden constant gehouden op hun medio mei 2007 opgetekende waarde, namelijk voor de Amerikaanse munt 1,36 VS-dollar per euro;
- overeenkomstig het tijdens de eerste helft van mei opgetekende verloop van de in de termijncontracten weerspiegelde impliciete prijzen, zouden de noteringen voor aardolie op de wereldmarkt, die in de eerste helft van mei 2007 een niveau van ongeveer 66 VS-dollar per vat bereikten, in de loop van 2007 nog lichtjes stijgen. Gemiddeld over het jaar zou de prijs van een vat Brent 65 VS-dollar bedragen in 2007 en 69,9 VS-dollar in 2008, tegen 65,4 VS-dollar in 2006.



HYPOTHESEN OMTRENT HET VERLOOP VAN DE OLIEPRIJS EN DE RENTETARIEVEN



Bron : ECB.

(1) Werkelijk verloop tot en met april 2007, hypothese vanaf mei 2007.

(2) Werkelijk verloop tot en met het eerste kwartaal van 2007, hypothese vanaf het tweede kwartaal van 2007.

Uit het verwachte verloop van de wereldhandel en uit de resultaten van de projecties voor de partners van het eurogebied inzake goederen- en dienstenverkeer kan de externe omgeving voor de Belgische economie worden afgeleid. Het uitzonderlijk sterke groeitempo van de uitvoermarkten naar volume in 2006, berekend aan de hand van de gewogen som van de invoer van onze handelspartners, zou de komende twee jaar niet worden geëvenaard. Toch zouden de uitvoermarkten nog sterk groeien, met 5,9 pct. in 2007 en 6,2 pct. in 2008. De uitvoerprijzen van de concurrenten op die markten zouden minder sterk stijgen dan in 2006, met slechts 0,2 pct. in 2007 en met 1,2 pct. in 2008, voornamelijk als gevolg van het verwachte verloop van de uitvoerprijzen van de landen die België op de markten buiten het eurogebied beconcurreren.

HYPOTHESEN BIJ DE PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM

	2006	2007	2008
	(jaargemiddelden)		
Driemaands interbankenrente in euro	3,1	4,2	4,5
Rente op tienjaars obligatie in België	3,8	4,2	4,3
Wisselkoers van de euro t.o.v. de VS-dollar	1,26	1,34	1,36
Aardolieprijs (VS-dollar per vat)	65,4	65,0	69,9
	(veranderingspercentages)		
Voor België relevante uitvoermarkten	9,0	5,9	6,2
Prijzen van de concurrenten op de relevante uitvoermarkten ...	2,5	0,2	1,2
waarvan: concurrenten op de markten in het eurogebied ...	2,3	1,6	1,6

Bron : ECB.

2. Activiteit, werkgelegenheid en vraag in België

2.1 Activiteits- en werkgelegenheidsverloop

In de lijn van het herstel in het eurogebied, nam de economische activiteit in België in 2006 met 3 pct. toe. Dit groeicijfer was het hoogste in zes jaar en lag ook beduidend boven het potentiële expansietempo. De krachtige heropleving werd ingezet eind 2005 en hield doorheen 2006 een stabiel groeitempo aan van 0,7 à 0,8 pct. per kwartaal. Jaar-op-jaar valt evenwel een zeer bescheiden vertraging waar te nemen sinds het derde kwartaal van 2006.

Deze prestatie ging gepaard met een uitgesproken toename van het ondernemersvertrouwen. De algemene synthetische conjunctuurindicator van de Bank bereikte medio 2006 een piek en is sindsdien op een hoog niveau gebleven. Terwijl de uitvoer aanvankelijk achterbleef op de dynamiek van de uitvoermarkten werd het herstel in 2006 voornamelijk gedragen door de binnenlandse vraag,

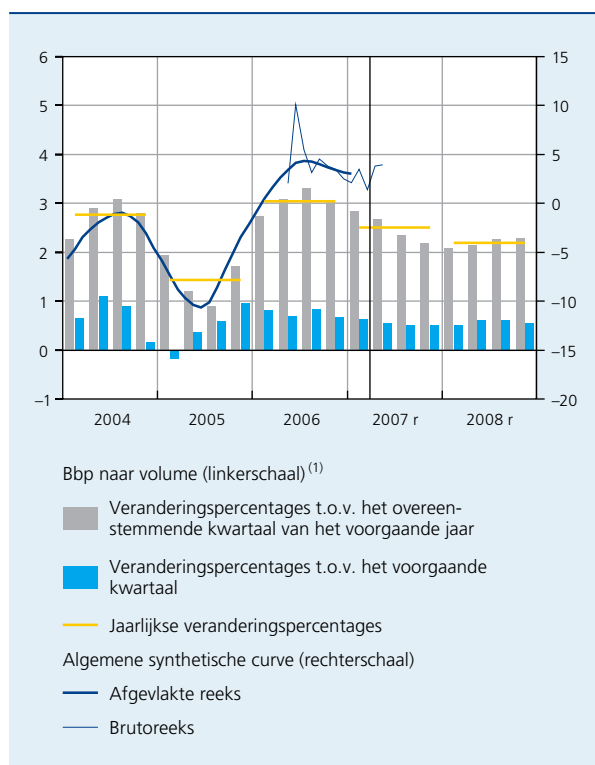
die ondersteund werd door een verdere versnelling van de investeringsgroei en een aanmerkelijk herstel van de arbeidsmarkt.

Het aanhoudend hoge niveau van het ondernemersvertrouwen en de gunstige reactie van de arbeidsmarkt, wijzen erop dat het herstel de afgelopen maanden aan duurzaamheid won en een bredere basis verwierf, zoals ook wordt waargenomen in het eurogebied. Mede daardoor werd de voorziene bbp-groei voor België in 2007 naar boven bijgesteld met 0,4 procentpunt tot 2,5 pct. en zou de vertraging in de loop van het jaar dus minder sterk uitvallen dan verwacht tijdens de najaarsprojecties van 2006. De groei zou daarbij berusten op zowel de binnenlandse als de buitenlandse vraag. Nadien zou hij nog 2,2 pct. bedragen in 2008, wat dicht bij het potentiële niveau aansluit. De recente cyclische opleving heeft de aanbodcapaciteit van de economie aanmerkelijk versterkt, waardoor de potentiële groei wat zou zijn opgelopen tegenover het dieptepunt in de periode 2003-2004.

Het tempo van de werkgelegenheidscreatie liep op van gemiddeld 0,2 pct. per kwartaal in 2005 tot 0,3 à 0,4 pct. in 2006, en valt daardoor hoger uit dan bij de voorgaande groeiooplevingen. In totaal nam het aantal arbeidsplaatsen in 2006 met 46.000 toe als gevolg van de versteviging van de economische activiteit maar ook door een toename van het netto aantal jobs gecreëerd door het systeem van de dienstencheques. De werkgelegenheidscreatie deed zich voornamelijk voor in de bouwrijverheid en in de branche van de financiële instellingen en dienstverlening aan bedrijven, terwijl het verlies van jobs in de verwerkende nijverheid kleiner werd. Volgens de projecties zouden over de periode 2007-2008 ongeveer 115.000 nieuwe banen worden gecreëerd. De werkgelegenheid, die gewoonlijk met enige vertraging op de cyclische bewegingen van de activiteit reageert, zou daarbij met name in 2007 nog ondersteund worden door het activiteitsherstel van 2006. Dit zou een daling van de productiviteitsgroei per persoon met zich meebrengen van 1,9 pct. in 2006 tot gemiddeld 1 pct. in 2007 en 2008, ten opzichte van een gemiddelde van 1,3 pct. over de afgelopen tien jaar.

Bij een quasi stabiele activiteitsgraad van 66,5 pct. blijft de toename van het arbeidsaanbod over de projectieperiode beperkt tot 55.000 eenheden, als gevolg van de mindere stijging van de bevolking op arbeidsleeftijd. Het aantal extra jobs over de projectieperiode ligt aldus beduidend hoger dan de verwachte toename van de beroepsbevolking, waardoor de werkloosheid haar in de loop van 2006 ingezette daling zou voortzetten over de projectieperiode, naar schatting met ongeveer 60.000 eenheden, dit is de grootste cumulatieve daling over een periode

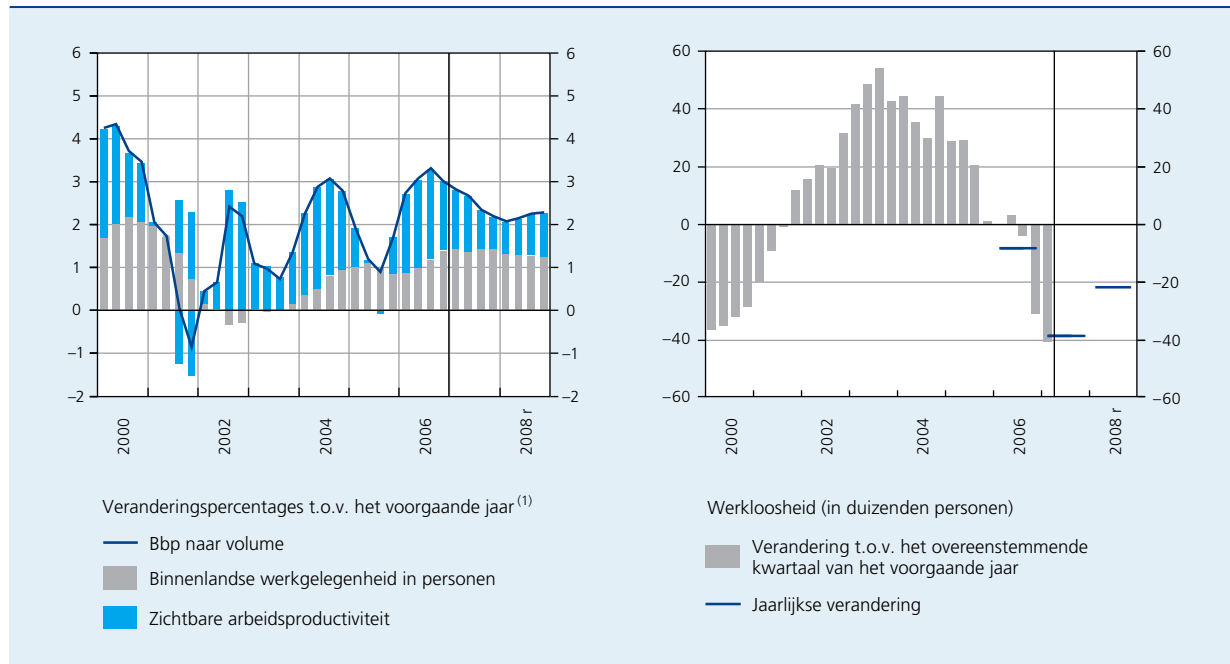
GRAFIEK 3 ACTIVITEIT EN CONJUNCTUURINDICATOR
(seizoengezuiverde gegevens)



Bronnen : INR, NBB.

(1) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

GRAFIEK 4 WERKGELEGENHEID EN WERKLOOSHEID



Bronnen : INR, RVA, NBB.

(1) Voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

TABEL 3 ARBEIDSAANBOD EN -VRAAG

(voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, jaargemiddelden; jaar-op-jaarveranderingen in duizenden personen, tenzij anders vermeld)

	2004	2005	2006	2007 r	2008 r
Bevolking op arbeidsleeftijd	30	44	49	43	33
Beroepsbevolking	66	61	38	22	33
<i>p.m. Geharmoniseerde activiteitsgraad⁽¹⁾</i>	65,9	66,7	66,5	66,4	66,5
Nationale werkgelegenheid	27	41	46	60	55
<i>p.m. Geharmoniseerde werkgelegenheidsgraad⁽¹⁾</i>	60,4	61,1	61,0	61,5	62,0
Grensarbeiders	1	0	0	0	0
Binnenlandse werkgelegenheid	27	41	46	60	55
Zelfstandigen	-1	7	8	8	6
Loontrekkenden	27	34	38	52	49
Overheidssector	12	-2	4	0	3
Particuliere sector	15	36	35	52	46
Niet-werkende werkzoekenden	38	20	-8	-39	-22
<i>p.m. Geharmoniseerde werkloosheidsgraad⁽²⁾</i>	8,4	8,4	8,2	7,6	7,2

Bronnen: EC, INR, RVA, NBB.

(1) Procenten van de bevolking op arbeidsleeftijd (15-64 jaar).

(2) Procenten van de beroepsbevolking. Deze reeks stemt overeen met de resultaten van de arbeidskrachtentellingen, die maandelijks, in overeenstemming met de methodologie van Eurostat, worden aangepast door gebruik te maken van de nationale administratieve gegevens.

van twee jaar sinds 1999-2000. De geharmoniseerde werkloosheidsgraad, uitgedrukt in procenten van de beroepsbevolking, zou teruglopen van 8,2 pct. in 2006 tot 7,2 pct. in 2008, terwijl de werkgelegenheidsgraad, berekend als de verhouding van het aantal werkenden tot de bevolking op arbeidsleeftijd, over de projectieperiode met 1 procentpunt zou toenemen tot 62 pct. in 2008.

2.2 Verwachte ontwikkelingen van de voornaamste bestedingscategorieën

In 2006 werd de groei van het bbp ondersteund door de ongewoon hoge bijdragen van de binnenlandse bestedingen. Deze zouden in 2007 en 2008 terugkeren naar een meer evenwichtig peil. Zo zou de bijdrage van de binnenlandse bestedingen ongerekend voorraadwijziging dalen van 2,8 procentpunten in 2006 tot 2,3 procentpunten in de twee volgende jaren, terwijl de voorraadwijziging de bbp-groei lichtjes zou drukken over deze periode, na hem te hebben ondersteund met 1 procentpunt in 2006. Daar staat tegenover dat de netto-uitvoer van goederen en diensten, die de voorbije drie jaar alsmat sterker is gaan wegen op de groei, zich zou herstellen en opnieuw een positieve bijdrage zou leveren in 2007 en 2008.

De particuliere consumptie zou zowel in 2007 als in 2008 toenemen met 1,9 pct., wat een vertraging betekent ten opzichte van de sterke groei van 2,5 pct. in 2006, maar toch aanzienlijk meer is dan het gemiddelde tempo in de vijf voorgaande jaren. Deze ontwikkelingen weerspiegelen in grote mate het verloop van de koopkracht van de particulieren. In reële termen, zou de stijging van het beschikbare inkomen wat teruglopen van 3,2 pct. in 2006 tot gemiddeld 2,1 pct. per jaar over de projectieperiode. De remmende invloed van de inflatie, gemeten aan de hand van de deflator van de private consumptieve bestedingen, zou over die periode weliswaar wat minderen, maar het nominale groeitempo van het beschikbare inkomen van de particulieren zou nog sterker vertragen, van 5,3 pct. in 2006 tot 4,2 pct. in 2007 en 3,6 pct. in 2008.

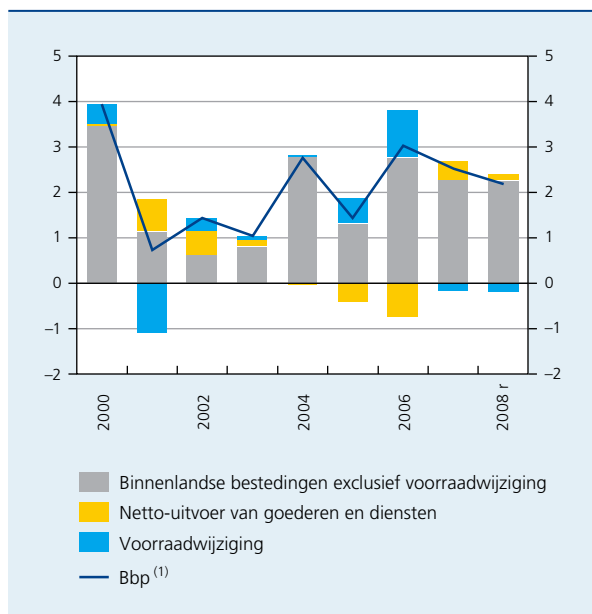
Verwacht wordt dat het primaire inkomen van de particulieren tijdens de projectieperiode ondersteund zou worden door de bezoldigingen van de werknemers, net als in 2006. Dit zou voornamelijk het gevolg zijn van een sterkere stijging van de werkgelegenheid, terwijl de bezoldiging per persoon iets minder sterk zou groeien dan in 2006. De vertraging van het expansietempo van het beschikbare inkomen resulteert aldus voornamelijk uit de toename van de netto-overdrachten van de particulieren aan de andere sectoren, vooral de belastingen en bijdragen aan de overheid. Het groeitempo van die overdrachten zou namelijk geleidelijk weer in de lijn liggen van het verloop van het primaire inkomen, nadat dit in 2006 sterk achterop was gebleven als gevolg van de tenuitvoerlegging van een belangrijk luik van de in 2001 ingezette fiscale hervorming. In 2007 zou het beschikbare inkomen nog in beperkte mate ondersteund worden door de verdere uitwerking van deze hervorming en door een aantal kleinere nieuwe maatregelen.

Over de gehele periode 2007-2008 genomen zou het groeitempo van de particuliere consumptie dus vrij nauw aansluiten bij dat van het reële beschikbare inkomen van de particulieren. Tegen de achtergrond van hun positieve inschatting van de algemene economische situatie, zoals blijkt uit het globaal hoge peil van de indicator van het consumentenvertrouwen, zou de spaarquote van de particulieren nog nauwelijks toenemen en schommelen rond 14 pct. van het beschikbare inkomen, na de stijging in 2006. Deze stijging houdt verband met het feit dat de particulieren grote tijdelijke veranderingen in het groeipad van hun reële beschikbare inkomen, zoals die in 2006, doorgaans afvlakken in hun consumptieve bestedingen.

Met een toename van 5,8 pct. in 2007 en 3 pct. in 2008, zou het groeitempo van de investeringen van de particulieren in woningen dat van het reële beschikbare inkomen opnieuw overschrijden. De afnemende stijging

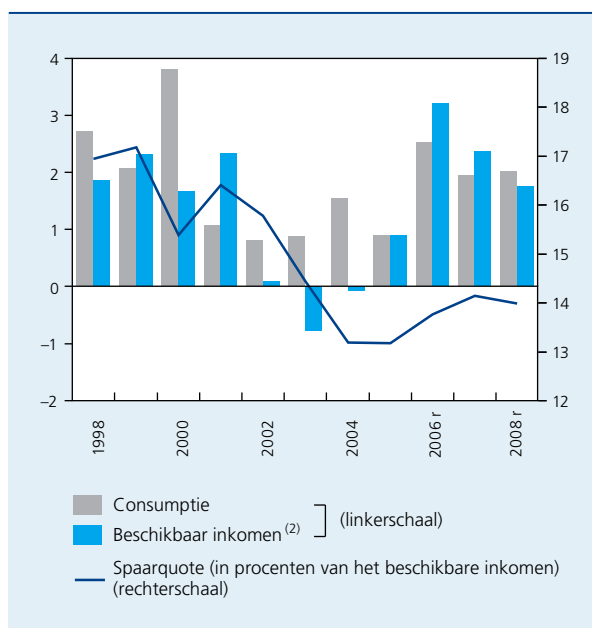
GRAFIEK 5 VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN

(voor kalenderinvloeden gezuiverde volumegegevens ; bijdrage tot de verandering van het bbp, procentpunten, tenzij anders vermeld)



Bronnen : INR, NBB.

(1) Jaarlijkse veranderingspercentages.

GRAFIEK 6 CONSUMPTIE, BESCHIKBAAR INKOMEN EN SPAARQUOTE VAN DE PARTICULIEREN(veranderingspercentages naar volume t.o.v. het voorgaande jaar⁽¹⁾, tenzij anders vermeld)

Bronnen: INR, NBB.

(1) Niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

(2) Gegevens gedefleerd aan de hand van de deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren.

van de vastgoedprijzen op de secundaire markt, die zich reeds aftekende in 2006, zou zich de volgende twee jaar doorzetten en de groei van de investeringen in woningen geleidelijk afremmen. Anderzijds blijft het relatief lage peil van de langetermijnrente evenwel een ondersteunende factor.

Het groeitempo van de consumptieve bestedingen van de overheid zou geleidelijk toenemen, van 1,4 pct. in 2006 tot 2 pct. in 2007 en 2,3 pct. in 2008. Na de ongewoon milde groei van de uitgaven voor gezondheidszorg in 2005 en 2006, kan deze toename gezien worden als een terugkeer naar een trendmatig groeitempo.

De overheidsinvesteringen, daarentegen, zouden in 2007 met slechts 0,9 pct. toenemen, tegen een matige groei van 1,3 pct. in 2006. Die ontwikkelingen zijn evenwel sterk beïnvloed door de verkopen van overheidsgebouwen, die overeenkomstig de boekhoudkundige conventies worden beschouwd als desinvesteringen van de overheid. In 2006 vertegenwoordigden deze transacties ongeveer 575 miljoen euro, en verwacht wordt dat de nieuwe vastgoedverkopen in 2007 ongeveer 200 miljoen euro zouden bedragen. Indien geen rekening wordt gehouden met de impact van deze verkopen, namen de overheidsinvesteringen in 2006 toe met 10,2 pct. en zou hun volume in 2007 afnemen met 5,5 pct. Dit verloop is

TABEL 4 BRUTO BESCHIKBAAR INKOMEN VAN DE PARTICULIEREN, TEGEN LOPENDE PRIJZEN

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

	2004	2005	2006 r	2007 r	2008 r
Bruto primair inkomen	2,3	3,6	4,3	4,0	3,6
waarvan:					
Beloning van werknemers	2,8	3,4	4,2	4,2	3,9
Bezoldigingen per persoon	2,0	2,4	3,1	2,7	2,5
Aantal werknemers	0,8	1,0	1,1	1,5	1,4
Inkomens andere dan bezoldigingen	1,3	4,1	4,4	3,4	3,0
Lopende overdrachten ⁽¹⁾	2,2	2,8	-0,2	3,1	3,8
waarvan:					
Lopende belastingen op het inkomen en het vermogen ...	3,3	4,1	-0,2	3,4	4,2
Bruto beschikbaar inkomen	2,4	3,8	5,3	4,2	3,6
<i>p.m. In reële termen</i> ⁽²⁾	-0,1	0,9	3,2	2,4	1,8
Consumptieve bestedingen	4,0	3,8	4,6	3,7	3,9
Spaarquote ⁽³⁾	13,2	13,2	13,8	14,1	14,0

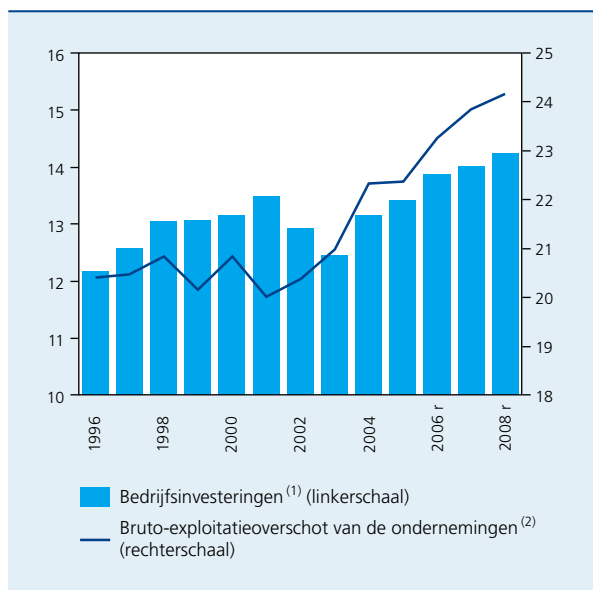
Bronnen: INR, NBB.

(1) Het betreft nettobedragen, dat wil zeggen het verschil tussen de van andere sectoren ontvangen en de aan andere sectoren betaalde overdrachten, met uitzondering van de overdrachten in natura.

(2) Gegevens gedefleerd aan de hand van de deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren.

(3) Brutobesparingen, in procenten van het bruto beschikbare inkomen, waarbij de wijziging in de rechten van de huishoudens op de pensioenfondsen in die twee aggregaten begrepen is.

GRAFIEK 7 **INVESTERINGEN EN
BRUTO-EXPLOITATIEOVERSCHOT VAN DE
ONDERNEMINGEN**
(procenten bbp)



Bronnen : INR, NBB.

(1) Voor kalenderinvloeden gezuiverde volumegegevens.

(2) Niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens naar waarde.

voor een groot deel de weerspiegeling van het gebruikelijke investeringspatroon van de lokale overheden tijdens en na een jaar van gemeente- en provincieraadsverkiezingen. Hoewel de investeringen van de lokale overheden in 2008 verder zouden afnemen, zou de groei van de totale overheidsinvesteringen uitkomen op 4,2 pct., een tempo dat evenwel nog lichtjes opwaarts vertekend is door de verkopen van overheidsgebouwen die in 2007 zouden plaatsvinden.

De ondernemingen, van hun kant, zouden hun investeringen in vaste activa gestaag blijven verhogen en op die manier de trend voortzetten die begon in 2004, na twee jaar van daling. De investeringen zouden toenemen met respectievelijk 3,5 pct. in 2007 en 3,8 pct. in 2008, wat iets trager is dan in de periode 2004-2006, maar nog steeds sterker dan de expansie van het bbp. De investeringsquote zou aldus stijgen van 12,5 pct. bbp in 2003 tot 14,2 pct. bbp in 2008.

De uitbreiding van de investeringen van de ondernemingen zou vooral ondersteund worden door de vraagvooruitzichten, in een kader waarin de economische actoren bovendien van oordeel zijn dat de risico's voor de globale economische omgeving eerder beperkt zijn. Bovendien zouden de financieringsmogelijkheden gunstig blijven. De ondernemingen beschikken immers over aanzienlijke middelen, gemeten aan de hand van het bruto-exploitatieoverschot, ten belope van 23,3 pct. bbp

TABEL 5 **BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN**

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

	2004	2005	2006	2007 r	2008 r
Consumptieve bestedingen van de particulieren	1,4	1,1	2,5	1,9	1,9
Consumptieve bestedingen van de overheid	2,1	-0,6	1,4	2,0	2,3
Bruto-investeringen in vaste activa	8,1	4,3	5,7	3,8	3,7
Woningen	9,0	3,4	4,7	5,8	3,0
Overheid	2,9	13,6	1,3	0,9	4,2
Ondernemingen	8,4	3,4	6,6	3,5	3,8
Voorraadwijziging ⁽¹⁾	0,1	0,5	1,0	-0,2	-0,2
<i>p.m. Totaal van de binnenlandse bestedingen</i>	3,0	1,9	3,9	2,1	2,1
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽¹⁾	-0,1	-0,4	-0,8	0,4	0,1
Uitvoer van goederen en diensten	5,9	3,1	3,6	5,7	4,6
Invoer van goederen en diensten	6,3	3,8	4,6	5,4	4,6
Bbp	2,8	1,4	3,0	2,5	2,2

Bronnen : INR, NBB.

(1) Bijdrage tot de verandering van het bbp.

in 2006 en verwacht wordt dat dit nog zou oplopen tot 24,2 pct. in 2008. Deze verdere toename zou vooral het gevolg zijn van een robuuste groei van het verkoopvolume, hoewel ook de winstmarges zouden stijgen, zij het minder sterk dan de voorgaande jaren. Ten slotte zouden ook de voorwaarden op het gebied van externe financiering – via leningen of via de uitgifte van aandelen – geen belemmering vormen voor de investeringen, hoewel de langetermijnrente tegen het einde van de beschouwde periode 4,3 pct. zou bedragen.

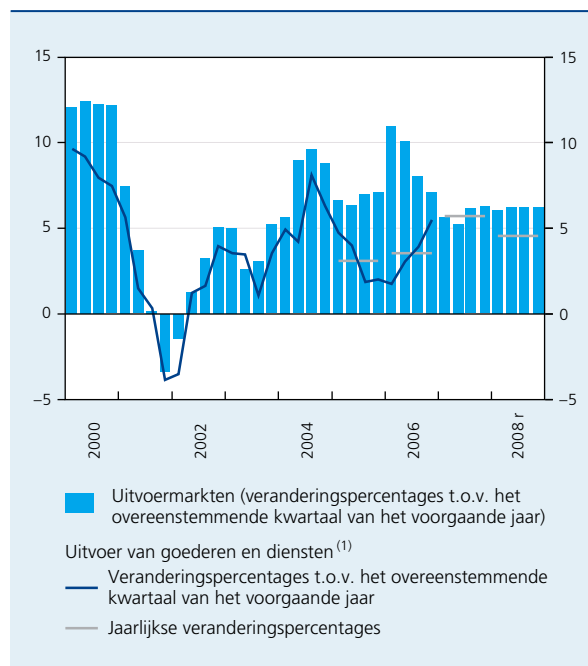
Met een gemiddelde groei van 3,6 pct. bleef het uitvoervolume van goederen en diensten in 2006 sterk onder die van de afzetmarkten, maar de situatie verbeterde aanzienlijk in de loop van het jaar. De sterke prestaties in het laatste kwartaal van 2006 verklaren deels ook waarom de groei van de uitvoer in 2007 5,7 pct. zou bedragen en dus in de lijn zou liggen van de verwachte expansie van de Belgische uitvoermarkten. Die versnelling zou het sterkst zijn voor de uitvoer naar de andere landen van het eurogebied, wat grotendeels de verwachte dynamiek van deze markt weerspiegelt. De meeste uitvoermarkten buiten het eurogebied zouden ook een belangrijke groei kennen, maar de prijsconcurrentie zou er groter zijn. Verwacht wordt dat de groei van het uitvoervolume van België in 2008 evenwel zou vertragen, tot 4,6 pct., waardoor de Belgische producenten opnieuw marktaandeel zouden moeten prijsgeven. Het verlies zou evenwel lager uitvallen dan in de periode 2004-2006 als gevolg van een meer concurrentiële prijszetting. Na de sterke stijgingen in de periode 2004-2006, zouden de uitvoerprijzen immers met slechts 1 pct. toenemen in 2007 en met 2,1 pct. in 2008 en dus minder sterk uitstijgen boven de prijsstijgingen van de concurrenten.

Getemperd door de minder sterke stijging van de energie- en grondstoffenprijzen en door de recente appreciatie van de euro zou de verwachte toename van de invoerprijzen, met respectievelijk 0,3 en 1,9 pct. in 2007 en 2008, lager uitvallen dan die van de uitvoerprijzen. Hierdoor zou de ruilvoetverbetering die optrad in de tweede helft van 2006 worden voortgezet in 2007 en 2008. De groei van het invoervolume, van zijn kant, zou oplopen van 4,6 pct. in 2006 tot 5,4 pct. in 2007, om daarna te vertragen tot 4,6 pct. in 2008. De netto-uitvoer zou in 2007 en 2008 bijgevolg voor het eerst in vier jaar een positieve bijdrage leveren tot de groei van het bbp.

Volgens de projecties zou de in 2003 ingezette verslechtering van het saldo van de lopende rekening van de betalingsbalans in 2006 een eindpunt hebben bereikt. Als gevolg van het feit dat enerzijds het uitvoervolume sneller toeneemt dan het invoervolume en anderzijds de ruilvoet

GRAFIEK 8 UITVOERMARKTEN EN UITVOER VAN GOEDEREN EN DIENSTEN

(seizoengezuiverde volumegegevens)



Bronnen: ECB, INR, NBB.

(1) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

verbetert, zou het saldo van de lopende rekening stijgen van 2 pct. bbp in 2006 tot 2,7 pct. in 2007 en 3 pct. in 2008.

3. Prijzen en kosten

Nadat de inflatie in België tijdens de voorgaande jaren opwaarts werd beïnvloed door het prijsverloop van de energiedragers en daardoor boven de 2 pct. uitsteeg in 2005 en 2006, zou de energiecomponent in 2007 een drukkend effect sorteren. Dit is enerzijds het gevolg van het verloop van de olieprijs op de internationale markten. Terwijl de olieprijs in 2006 nog sterk toenam, zou hij in 2007, overeenkomstig de gehanteerde hypothese, gemiddeld op hetzelfde niveau uitkomen als het jaar ervoor. Over de eerste helft van 2007 zou de olieprijs zelfs beneden het niveau blijven dat twaalf maanden eerder werd bereikt, wat in die periode aanleiding geeft tot een gunstig basiseffect, dat nadien zou verdwijnen. Anderzijds wordt het verloop van de energieprijzen in 2007 in belangrijke mate getemperd door de liberalisatie van de gas- en elektriciteitsmarkten in Brussel en Wallonië en door de nieuwe registratiemethode voor deze prijzen in de consumptieprijsindex. Deze wijzigingen zouden thans een snellere aanpassing van de gas- en

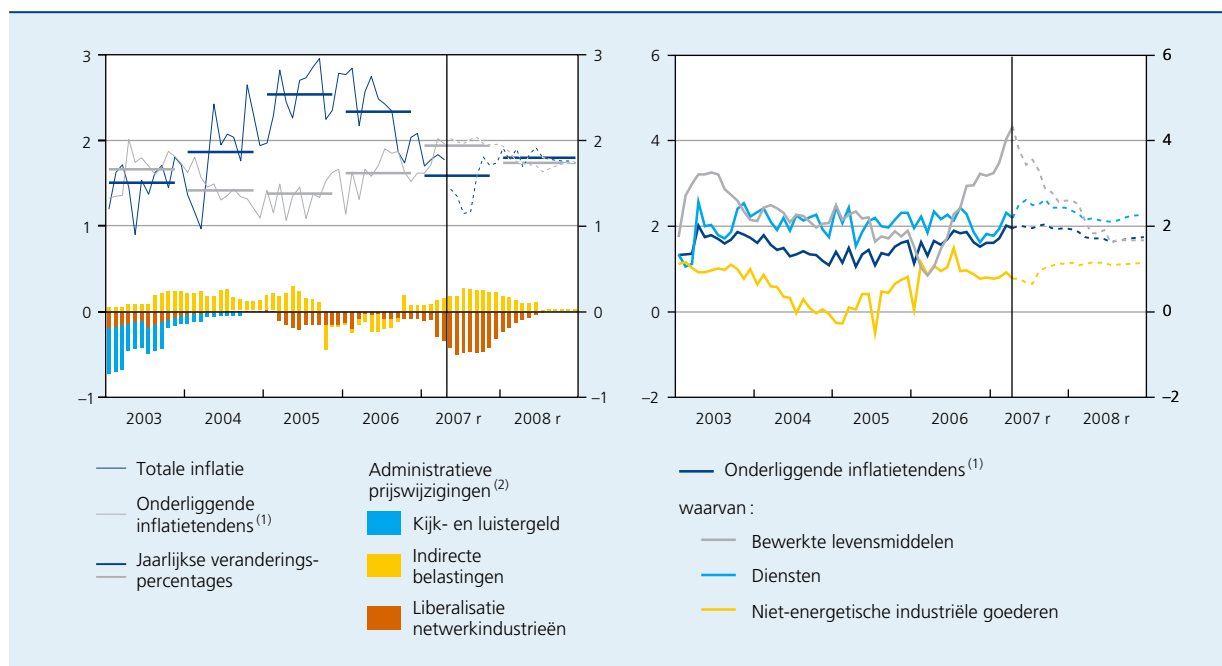
elektriciteitsprijzen aan de internationale noteringen teweegbrengen, hetgeen wordt bevestigd door de daling die deze prijzen bij hun meest recente ontwikkelingen begin 2007 lieten optekenen. Hoewel enige onzekerheid bestaat omtrent de precieze impact ervan, wordt verwacht dat deze veranderingen de inflatie in 2007 met 0,4 procentpunt zouden verminderen. In overeenstemming met het profiel van de energiecomponent, zou de totale inflatie aldus aanmerkelijk teruglopen, van 2,3 pct. in 2006 tot 1,6 pct. in 2007, en zou zij nadien slechts matig versnellen tot 1,8 pct. in 2008.

In tegenstelling tot de totale inflatie, zou de onderliggende inflatie, die abstractie maakt van de energiecomponent alsook van het prijsverloop van niet-bewerkte levensmiddelen, haar in 2006 ingezette stijging voortzetten tot 1,9 pct. in 2007. In 2008 zou deze echter opnieuw milderen tot 1,7 pct., wat dicht bij het resultaat voor de totale HICP aansluit. Haar verloop over de projectieperiode valt voornamelijk toe te schrijven aan de gewijzigde indirecte belastingen. Zo lieten de tabaksproducten – die zijn opgenomen binnen de categorie bewerkte levensmiddelen – als gevolg van de hogere accijnzen, versnelde prijsstijgingen optekenen over de eerste maanden van 2007. Daarnaast zou de vanaf juli 2007 geplande

heffing op bepaalde wegwerpproducten en verpakkingen een licht opwaarts effect op de onderliggende inflatie sorteren in zowel 2007 als 2008. De totale impact van de verhoging van de indirecte belastingen op het verloop van de onderliggende inflatie wordt geraamd op 0,2 procentpunt in 2007 en 0,1 procentpunt in 2008. Ongerekend dit effect, zou de onderliggende inflatie dus min of meer stabiel blijven. Deze stabiliteit blijkt ook uit het prijsverloop van de niet-energetische industriële goederen en de diensten. Als gevolg van de toenemende concurrentie die de globalisering teweegbrengt en de appreciatie van de euro zouden de prijsstijgingen van de niet-energetische industriële goederen over de projectieperiode slechts in zeer geringe mate oplopen van 0,9 pct. in 2006 tot 1,1 pct. in 2008. Ook de prijsstijgingen van de diensten zouden, in overeenstemming met het matige verloop van de loonkosten, nauwelijks versnellen van 2,1 pct. in 2006 tot 2,2 pct. in 2008.

Zoals weergegeven door de bbp-deflator, zou de groei van de totale binnenlandse kosten, opgenomen in het geheel van de geproduceerde goederen en diensten, in 2007 stabiel blijven op 2 pct., vooraleer lichtjes toe te nemen tot 2,1 pct. in 2008. De bijdrage van de loonkosten zou over de projectiehorizon enigszins

GRAFIEK 9 INFLATIE
(HICP – veranderingpercentages t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar)



Bronnen : EC, NBB.

(1) Gemeten aan de hand van de HICP, ongerekend de energiedragers en niet-bewerkte levensmiddelen.

(2) Impact op de totale inflatie in procentpunten, van de prijswijzigingen ten gevolge van de maatregelen in verband met het kijk- en luistergeld, de tariefwijzigingen in de netwerkindustrieën waar de liberalisatie het verst gevorderd is – namelijk telecommunicatie, elektriciteit en gas – en de wijzigingen in de indirecte belastingen.

oplopen, maar tegelijkertijd zou de lichte verhoging ervan gecompenseerd worden door een minder hoge bijdrage van het bruto-exploitatietooverschot. De loonquote zou haar trendmatige daling daarbij voortzetten tot 49,9 pct. bbp in 2008. De indirecte belastingen en subsidies, van hun kant, sorteren met name in 2008 een klein opwaarts effect op het kostenverloop.

De toename van de bijdrage van de loonkosten tot de totale binnenlandse kosten, weerspiegelt de versnelling van de loonkosten per eenheid product in de particuliere sector. Het veranderingspercentage ervan zou oplopen van 1,1 pct. in 2006 tot 1,6 pct. in 2007 en 2008. Deze toename is uitsluitend te wijten aan de terugval van de arbeidsproductiviteit als gevolg van de sterke toename van de werkgelegenheid in de particuliere sector. Uitgedrukt per gewerkt uur, zou de groei van de loonkosten immers wat afnemen, van 2,7 pct. in 2006 tot 2,4 pct. in 2007 en 2,6 pct. in 2008.

Deze projecties zijn gebaseerd op de hypothese van een gecumuleerde toename met 5 pct. van de uurloonkosten in de particuliere sector. Bij ontstentenis van informatie over de afloop van de loononderhandelingen in de verschillende sectorale paritaire comités, stemt die

hypothese overeen met de indicatieve norm uit het centraal akkoord voor de periode 2007-2008. Omdat tijdens de voorbije tien jaar een handicap was ontstaan, die door het Secretariaat van de CRB op 1,5 pct. werd geraamd, hadden de sociale partners besloten in dat akkoord een norm vast te leggen die 0,5 procentpunt lager was dan de gemiddelde toename van de uurloonkosten die op dat ogenblik bij de drie voornaamste buurlanden werd verwacht.

De ontwikkeling van de sociale bijdragen van de werkgevers zou de groei van de uurloonkosten elk jaar met 0,2 procentpunt doen afnemen. Hiertoe behoren de verlagingen ingevolge het in 2005 gesloten generatiepact, die sinds juli 2006 worden toegekend voor de aanwerving van jongeren en sedert april 2007 voor die van werknemers ouder dan vijftig jaar. Naast de bijdrageverminderingen zullen de ondernemingen ook baat hebben bij de uitbreiding van de lastenverlagingen die sinds 2004 waren ingevoerd voor ploegen- en nachtarbeid alsook, vanaf oktober 2007, bij de algemene korting op de bedrijfsvoorheffing, ten belope van 0,15 pct. van de loonkosten. Volgens de conventies van de nationale rekeningen worden die maatregelen echter beschouwd als subsidies en komen ze niet tot uiting in het verloop van de loonkosten.

TABEL 6 INDICATOREN VAN PRIJZEN EN KOSTEN

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

	2004	2005	2006	2007 r	2008 r
HICP	1,9	2,5	2,3	1,6	1,8
<i>p.m. Impact tariefwijzigingen netwerkindustrieën</i>	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1
<i>p.m. Impact wijzigingen indirecte belastingen</i>	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1
Gezondheidsindex	1,6	2,2	1,8	1,6	1,7
Onderliggende inflatietendens ⁽¹⁾	1,4	1,4	1,6	1,9	1,7
Deflatoren van de componenten van de vraag en van het bbp					
Invoer	2,8	4,6	2,5	0,3	1,9
Uitvoer	2,5	3,8	2,9	1,0	2,1
<i>p.m. Ruilvoet</i>	-0,3	-0,7	0,4	0,7	0,2
Binnenlandse vraag	2,6	2,6	1,6	1,4	1,9
Bbp	2,4	2,0	2,0	2,0	2,1
Kosten van binnenlandse oorsprong per eenheid toegevoegde waarde (bijdragen aan de verandering van de bbp-deflator)					
Loonkosten	-0,1	1,2	0,6	0,8	0,8
Bruto-exploitatietooverschot	1,8	0,8	1,5	1,2	1,1
Indirecte belastingen min subsidies	0,7	0,1	-0,1	0,0	0,2
<i>p.m. Loonquote (pct. bbp)</i>	50,6	50,8	50,3	50,1	49,9

Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) Gemeten aan de hand van de HICP, ongerekend de energiedragers en niet-bewerkte levensmiddelen.

TABEL 7 LOONKOSTEN IN DE PARTICULIERE SECTOR

(voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens; veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2004	2005	2006	2007 r	2008 r
Loonkosten per gewerkt uur	2,4	2,2	2,7	2,4	2,6
Sociale bijdragen van werkgevers ⁽¹⁾	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,2
Brutolonen	2,8	2,5	2,7	2,6	2,8
waarvan: indexeringen	1,4	2,1	1,8	1,7	1,6
Arbeidsproductiviteit ⁽²⁾	2,9	0,6	1,6	0,8	0,9
Loonkosten per eenheid product	-0,4	1,5	1,1	1,6	1,6

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

(1) Bijdrage tot de verandering van de loonkosten ingevolge de wijzigingen in de impliciete bijdragevoeten, procentpunten.

(2) Toegevoegde waarde naar volume per uur dat werknemers en zelfstandigen hebben gewerkt.

Voorts zou, volgens de huidige projecties, het effect van de automatische loonindexering op basis van het verloop van de gezondheidsindex van de consumptieprijzen 3,4 pct. bedragen over de periode 2007-2008.

4. Overheidsfinanciën

4.1 Financieringssaldo

In 2006 liet de Belgische overheid een begrotingsoverschot van 0,2 pct. bbp optekenen. Tegen de hierboven beschreven macro-economische achtergrond zouden de rekeningen van de overheid vanaf 2007 tekorten te zien geven, die weliswaar beperkt zouden blijven tot respectievelijk 0,1 en 0,2 pct. bbp in 2007 en 2008. Op te merken valt echter dat bij deze projecties enkel rekening is gehouden met de reeds aangekondigde en voldoende gepreciseerde begrotingsmaatregelen.

De ontwikkeling van het financieringssaldo van de overheid is het resultaat van vier factoren, met name het verloop van de rentelasten, de conjunctuur, de invloed van tijdelijke factoren en, ten slotte, de ontwikkeling van het structurele primaire saldo.

De rentelasten van de gezamenlijke overheid zouden tussen 2006 en 2008 verder afnemen met zowat 0,3 pct. bbp. Ondanks het feit dat bij de projecties wordt uitgegaan van oplopende markttarieven, zou de gemiddelde impliciete rente op de overheidsschuld nagenoeg stabiel blijven. Dit is een gevolg van het geringe aandeel van de schuldtitels op korte termijn en het feit dat de langlopende schulden nog steeds kunnen worden geherfinan-

cierd tegen lagere tarieven. De daling van de rentelasten is dan ook uitsluitend te danken aan de verdere afbouw van de overheidsschuld.

Het verloop van het financieringssaldo zou ook positief worden beïnvloed door de conjunctuur. De activiteitsgroei zou in 2007 krachtig blijven en boven de trendgroei uitkomen. Bovendien zou de samenstelling van het bbp voordelig zijn voor de overheidsfinanciën. Al met al zou de conjunctuur het financieringssaldo met 0,6 pct. bbp verbeteren in de beschouwde periode.

Voorts gaan de projecties uit van het geleidelijk verdwijnen van de niet-recurrente factoren. Deze laatste hadden het begrotingssaldo in 2006 met 0,7 pct. bbp opgedreven, voornamelijk door vastgoedverkoop en een structurele versnelling van de incohierungen van de vennootschapsbelasting. Dit jaar zou de impact van de niet-recurrente factoren op 0,2 pct. bbp uitkomen. Nieuwe vastgoedverkoop zouden 200 miljoen euro opbrengen. Tevens zou het financieringssaldo van dit jaar gunstig worden beïnvloed door de effecten van de in 2006 gestarte fiscale regulariseringsoperatie. Ook wordt het voor vennootschappen tijdelijk voordeliger om bepaalde belastingvrije reserves uit te keren of te investeren. Verder is er een vervroeging van het tijdstip waarop de sociale bijdragen op het vakantiegeld bij de beëindiging van de arbeidsovereenkomst moeten worden betaald. Ten slotte zou de overheid ook in 2007 belastingachterstallen effectiveren en verkopen⁽¹⁾. De opbrengst van deze nieuwe operatie wordt geraamd op 150 miljoen euro. De netto-impact van effectiveringen op het financieringssaldo van 2007 is evenwel

(1) Eurostat zal de statistische behandeling van de door de overheid uitgevoerde effectiveringsoperaties nog verduidelijken.

TABEL 8 OVERHEIDSREKENINGEN⁽¹⁾
(procenten bbp; zienswijze Eurostat⁽²⁾, tenzij anders vermeld)

	2004	2005	2006	2007 r	2008 r
Ontvangsten	49,2	50,0	49,2	48,4	48,2
waarvan: fiscale en parafiscale ontvangsten	44,4	44,8	44,3	43,7	43,5
Primaire uitgaven	44,5	47,9	44,9	44,6	44,5
Primair saldo	4,7	2,0	4,3	3,8	3,7
Rentelasten	4,7	4,3	4,1	3,9	3,8
Financieringssaldo	0,0	-2,3	0,2	-0,1	-0,2
Veranderingen in het financieringssaldo		-2,2	2,5	-0,3	-0,1
verklaard door veranderingen in					
rentelasten		0,4	0,2	0,2	0,1
conjuncturele component ⁽³⁾		-0,7	0,5	0,4	0,2
bbp-groei		-0,6	0,5	0,2	0,0
compositie-effecten		-0,1	-0,1	0,2	0,2
niet-recurrente factoren		-2,8	2,7	-0,5	-0,3
structureel primair saldo ⁽⁴⁾		0,9	-0,9	-0,4	0,0
<i>p.m. Financieringssaldo volgens de INR-zienswijze⁽²⁾</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>
<i>p.m. Doelstellingen van het stabiliteitsprogramma</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>	<i>0,5</i>

Bronnen: EC, INR, NBB.

- (1) Volgens de in het kader van de procedure bij buitensporige overheidstekorten (EDP) gebruikte methodologie. Deze methodologie verschilt van die van het ESR 1995, die in 2001 werd aangepast om de netto rentewinsten van bepaalde financiële transacties, zoals *swaps* en *forward rate agreements (FRAs)*, uit de berekeningen van het financieringssaldo en de rentelasten te weren.
- (2) Volgens de zienswijze van het INR valt het Fonds voor Spoorweginfrastructuur (FSI), dat in het kader van de herstructurering van de NMBS op 1 januari 2005 werd opgericht, onder de sector van de niet-financiële vennootschappen. Volgens de zienswijze van Eurostat behoort dit Fonds tot de overheidssector, en dient de overname van de NMBS-schuld waartoe het is overgegaan te worden geboekt als een kapitaaloverdracht van deze sector naar de sector van de niet-financiële vennootschappen.
- (3) Volgens de methodologie beschreven in Bouthevillain C., Ph. Cour-Thimann, G. van den Dool, P. Hernández de Cos, G. Langenus, M. Mohr, S. Momigliano en M. Tujula (2001), *Cyclically adjusted balances: an alternative approach*, ECB Working Paper Series, n° 77 (September). Een meer didactische beschrijving van die methodologie wordt verstrekt in Kader 6 «Conjunctuurgezuiverde begrotingsaldi: in het kader van het ESCB gebruikte berekeningsmethode» van het *Jaarverslag* van de NBB (Deel 1) van 2003, biz. 90-92.
- (4) Saldo gecorrigeerd voor de invloed van de conjunctuur en de niet-recurrente factoren.

negatief: de in 2005 en 2006 uitgevoerde operaties leiden immers tot minderontvangsten, aangezien de betrokken achterstallen de kopers van de onderliggende effecten toekomen wanneer ze worden geïnd. Wat 2008 betreft, houden de projecties enkel rekening met de negatieve weerslag van de effectiseringsoperaties op de belastingontvangsten van dat jaar.

Gecorrigeerd voor de impact van de conjunctuur en voor de niet-recurrente factoren zou het primaire overschot van 2006 tot 2008 met 0,4 pct. bbp afnemen. Deze afname wordt ten dele verklaard doordat op basis van de relatief zwakke voorafbetalingen van de eerste maanden van 2007 kan worden verwacht dat de vennootschapsbelastingen dit jaar in een beduidend trager tempo zullen toenemen dan het exploitatieoverschot van de vennootschappen. Daarnaast wijzen de projecties ook op een verdere versoepeling van het structurele begrotingsbeleid.

Het verschil met het in het recentste stabiliteitsprogramma voor 2007 vooropgestelde surplus van 0,3 pct. bbp is toe te schrijven aan diverse factoren. Zo zijn er enkele verschillen in de projecties van de ontvangsten en uitgaven, met als voornaamste de vennootschapsbelasting waarvoor een beperktere toename wordt verwacht in vergelijking met de begrotingshypothese. Tevens wordt in de projecties – overeenkomstig de methodologie van het ESCB – geen rekening gehouden met begrotingsmaatregelen die nog onvoldoende zijn gepreciseerd, zoals dit het geval is met de intentie om eerstelijnerpensioenverplichtingen van vennootschappen over te nemen in ruil voor eenmalige kapitaaloverdrachten die een ontvangst van 500 miljoen euro zouden moeten opleveren. Om dezelfde reden is eveneens slechts rekening gehouden met een derde van het in de begroting vooropgestelde bedrag uit vastgoedverkopen.

TABEL 9 BELANGRIJKSTE NIET-RECURRENTE FACTOREN⁽¹⁾

(miljoenen euro's, tenzij anders vermeld)

	2006 ⁽²⁾	2007 r	2008 r
Vastgoedverkopen	953	200	0
Versnelde inkohiering vennootschapsbelasting	900	0	0
Fiscale regulariseringsoperaties	75	50	0
Verschuivingen in de financiering van de NMBS-Groep	100	0	0
Uitzonderlijke betaling aan de Vlaamse drinkwatermaatschappijen en aan Aquafin	-100	0	0
Tijdelijk belastingstelsel voor belastingvrije reserves	0	341	0
Wijziging van het betalingstijdstip van sociale bijdragen op vakantiegeld bij de beëindiging van een arbeidsovereenkomst	0	233	0
Effectivering van achterstallige belastingen	333	-176	-358
Totaal	2.265	648	-358
<i>p.m. Procenten bbp</i>	<i>0,7</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>

Bronnen: INR, NBB.

(1) Een positief (negatief) cijfer verbetert (verslechtert) het financieringssaldo.

(2) Tevens heeft, voor 2006, een tijdelijke tegemoetkoming in de verwarmingskosten geleid tot een eenmalige verhoging van de uitgaven (97 miljoen euro), maar dit effect werd gecompenseerd door een eenmalige bijdrage van de elektriciteits- en gasector (circa 100 miljoen euro).

4.2 Ontvangsten

Zowel in 2007 als in 2008 zouden de overheidsontvangsten dalen ten opzichte van het bbp, met respectievelijk 0,7 en 0,2 pct. bbp.

Deze daling is deels toe te schrijven aan het verkleinen van de impact van de tijdelijke maatregelen langs de ontvangstenzijde, waarvan de weerslag in beide jaren respectievelijk 0,3 en 0,2 pct. bbp zou bedragen.

De structurele maatregelen zouden zowel in 2007 als in 2008 de ontvangsten met 0,1 pct. bbp drukken. De heffingen op arbeid worden over de projectieperiode nog in beperkte mate verder verlaagd. De in 2001 goedgekeurde hervorming van de personenbelasting en de verhoging van de aftrek voor pensioensparen in 2006 zullen een voor de overheid negatief effect hebben op de inkohieringen van de personenbelasting. Daarnaast zijn de percentages en het maximumbedrag van de forfaitaire beroepskosten in 2007 opnieuw verhoogd en is er in het Vlaamse Gewest sinds 1 januari 2007 een forfaitaire vermindering van de personenbelasting voor beroepsactieven van toepassing. De parafiscale druk op arbeid zal voornamelijk worden verlicht door de in het kader van het generatiepact besliste verminderingen van de werkgeversbijdragen voor jongere en oudere werknemers. Ten slotte zal de werking van het omgekeerde kliksysteem op diesel en de geleidelijke

afschaffing van de accijnscompenserende heffing op dieselmotoren leiden tot een verlies aan ontvangsten. De impact van de lastenverlagingen zou evenwel deels worden gecompenseerd door andere specifieke maatregelen. Zo zijn de accijnzen op tabak verhoogd, is er een taks op bepaalde wegwerpproducten en verpakkingen ingevoerd en is de aftrekbaarheid van bedrijfswagens in de vennootschapsbelasting afhankelijk gemaakt van de CO₂-uitstoot.

Voorts zullen een aantal technische factoren, die netto slechts een klein effect hebben op het financieringssaldo, de overheidsontvangsten verhogen. Zo zullen deze toenemen doordat de sociale pensioenbijdragen voor de personeelsleden van de NMBS vanaf 2007 aan de overheid zullen worden betaald als gevolg van een wijziging in de financiering van de pensioenen⁽¹⁾. In 2008 zullen de sociale bijdragen van de zelfstandigen dan weer toenemen omdat de verzekering tegen de kleine risico's inzake gezondheidszorg vanaf dan ook voor hen wettelijk verplicht wordt, waardoor deze verzekering vanuit statistisch oogpunt als een onderdeel van de sociale zekerheid zal worden beschouwd.

(1) Vanaf 2007 worden de eerstelijderspensioenen van de (voormalige) NMBS-werknemers, die voorheen door de NMBS-Groep zelf werden betaald, uitgekeerd door de pensioendienst van de federale overheid. De operatie is budgettair neutraal omdat de overheid vroeger het verschil tussen de door de NMBS-Groep betaalde pensioenen en de hiertoe ontvangen sociale bijdragen bijpaste door middel van een dotatie.

TABEL 10 STRUCTURELE MAATREGELEN INZAKE OVERHEIDSONTVANGSTEN

(miljoenen euro's, tenzij anders vermeld; veranderingen t.o.v. het voorgaande jaar)

	2007 r	2008 r
Belastingen	-106	-123
waarvan:		
Hervorming personenbelasting ⁽¹⁾	-144	0
Verhoging belastingaftrek pensioensparen	-57	0
Belastingkorting Vlaams Gewest	-107	-25
Verhoging aftrek forfaitaire beroepskosten	-77	0
Geleidelijke afschaffing accijnscompenserende heffing dieselwagens	-81	-121
Taks op wegwerpproducten en verpakkingen	67	67
Aftrekbaarheid bedrijfswagen	13	51
Fraudebestrijding en betere inning	407	0
Omgekeerd kliksysteem op diesel	-92	0
Accijnzen op tabak	200	0
Overige	-235	-95
Socialezekerheidsbijdragen	-349	-83
Vermindering van werkgeversbijdragen	-376	-83
Vermindering van werknemersbijdragen	-60	0
Fraudebestrijding en betere inning	88	0
Totaal	-454	-206
<i>p.m. Procenten bbp</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>
<i>p.m. Factoren van technische aard</i>	<i>214</i>	<i>397</i>
<i>NMBS-pensioenbijdragen</i>	<i>214</i>	<i>0</i>
<i>Bijdragen zelfstandigen (kleine risico's inzake gezondheidszorg)</i>	<i>0</i>	<i>397</i>

Bronnen: FOD Financiën, RSZ, begrotingsdocumenten.

(1) Met inbegrip van afgeleide effecten op de gemeentelijke belastingen.

Ten slotte zouden de structurele verschuivingen in het macro-economische kader wegen op het verloop van de overheidsontvangsten. De arbeidsinkomens, die relatief zwaar worden belast, zouden immers een lagere toename laten optekenen dan het bbp, waardoor het aandeel van de inkomens uit arbeid – beloning van de werknemers en bruto gemengd inkomen, exclusief toegerekende bijdragen – zou dalen van 55,6 pct. bbp in 2006 tot 55,4 pct. in 2008.

4.3 Primaire uitgaven

De primaire uitgaven, die in 2006 44,9 pct. bbp bedroegen, zouden in 2007 en 2008 opnieuw licht teruglopen, tot respectievelijk 44,6 en 44,5 pct. bbp. De reële uitgaven zouden tijdens deze twee jaren met 2,5 en 2,3 pct. toenemen. Gecorrigeerd voor de invloed van de niet-recurrente en conjuncturele factoren en voor de indexerings-

effecten⁽¹⁾, zou de groei 2,1 en 2,2 pct. belopen, wat betekent dat het uitgavenbeleid relatief neutraal is, in overeenstemming met de trendmatige activiteitsgroei.

De verwachte stijging van de uitgaven in 2007 is het resultaat van uiteenlopende ontwikkelingen in de deelsectoren van de overheid. Bij de federale overheid zou de gecorrigeerde groei van de primaire uitgaven vrij gematigd zijn. De uitgaven voor de maatregelen ter bevordering van de werkgelegenheid, met name van ploegenarbeid, die overeenkomstig het ESR 1995 als subsidies worden geboekt, zouden verder toenemen, maar minder sterk dan in 2006. Het aandeel van de Belgische bijdrage aan de Europese begroting, berekend op basis van het bni, zou in 2007 bovendien afnemen. De uitgaven voor de sociale zekerheid, daarentegen, zouden veel sterker stijgen dan het

(1) Effecten die voortvloeien uit het verschil tussen, enerzijds, de effectieve indexering van de bezoldigingen van het overheidspersoneel en de sociale uitkeringen en, anderzijds, de stijging van de HICP.

voorgaande jaar, in overeenstemming met het verloop van de uitgaven voor gezondheidszorg. Na twee jaar van bijzonder matige groei zouden de uitgaven voor gezondheidszorg immers opnieuw toenemen in het krachtige tempo dat typerend is voor deze bestedingscategorie. De uitgaven voor de pensioenen zouden bovendien stijgen als gevolg van een reeks maatregelen die onder andere in het kader van het generatiepact werden genomen. De primaire uitgaven van de lokale overheid zouden in 2007 enigszins teruglopen. Deze uitgaven worden immers sterk beïnvloed door de traditionele daling van de investeringen na de lokale verkiezingen, die voor het laatst plaatsvonden in 2006. De primaire uitgaven van de gemeenschappen en gewesten, tot slot, zouden in een vrij krachtig tempo toenemen.

Het stijgingstempo van de primaire uitgaven in 2008 valt moeilijk in te schatten, aangezien de begrotingen nog niet beschikbaar zijn. In de projecties kan echter wel al rekening worden gehouden met een reeks maatregelen ter verhoging van de sociale uitkeringen, die met name werden genomen in het kader van het generatiepact. Terwijl die maatregelen de uitgaven van de sociale zekerheid zullen opdrijven, zou de stijging van de uitgaven van de lokale overheid opnieuw worden getemperd door de daling van hun investeringen als gevolg van de electorale cyclus. Voor de groei van de uitgaven van de federale overheid en van de gemeenschappen en gewesten is in deze projecties uitgegaan van het gemiddelde dat in het verleden werd opgetekend.

4.4 Schuld

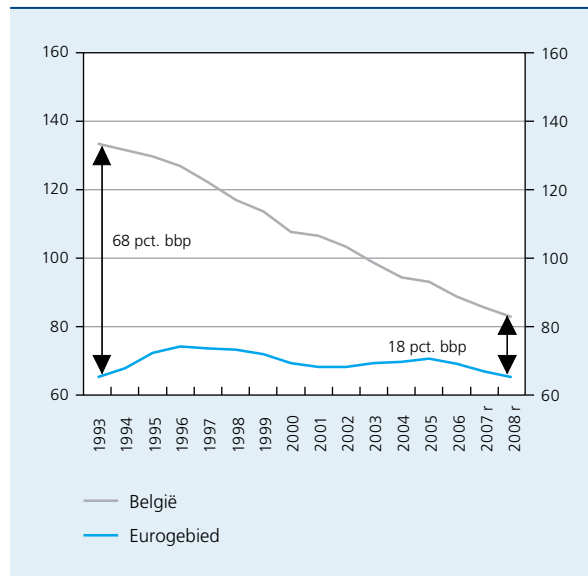
Sedert 1993, toen de overheidsschuld haar maximumniveau van 133,5 pct. bbp bereikte, is het schuldpeil gestaag gedaald met gemiddeld 3,4 procentpunten per jaar. Eind 2006 bedroeg de schuldgraad van de gezamenlijke overheid 88,8 pct. bbp.

Naar verwachting zal de overheidsschuld haar neerwaartse pad gestaag voortzetten. Eind 2007 zou de schuldgraad uitkomen op 85,6 pct. bbp. In 2008 zou de overheidsschuld verder afnemen tot 82,7 pct. bbp. Op die manier zou het verschil met het gemiddelde van het eurogebied verkleinen tot 18 pct. bbp op het einde van de projectieperiode.

5. Beoordeling van de onzekerheidsfactoren

In de huidige conjuncturele situatie lijken de economische projecties voor België op een termijn van anderhalf jaar te berusten op een stevig en stabiel draagvlak. De groei van

GRAFIEK 10 GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULD
(procenten bbp, zienswijze Eurostat ⁽¹⁾)



Bronnen : EC, INR, NBB.

(1) Volgens de zienswijze van het INR behoort het Fonds voor Spoorweginfrastructuur, dat werd opgericht in het kader van de herstructurering van de NMBS op 1 januari 2005, tot de sector van de niet-financiële vennootschappen. Volgens de zienswijze van Eurostat behoort dit Fonds tot de overheidssector.

de mondiale activiteit - in het bijzonder de groeiversteviging in het eurogebied - zou duurzaam zijn, terwijl de inflatieverwachtingen stevig verankerd blijven. Bovendien zouden ook de financiële voorwaarden gunstig blijven. België zou in staat moeten zijn om hiervan te profiteren, tegen de achtergrond van een matige loonontwikkeling, in overeenkomst met het centraal akkoord 2007-2008, de goede financiële gezondheid van de ondernemingen en een overheidsbegroting nagenoeg in evenwicht.

Ten aanzien van deze vooruitzichten blijven evenwel verscheidene risicofactoren bestaan.

Op het vlak van de mondiale groei is de vertraging in de Verenigde Staten tot dusver grotendeels beperkt gebleven tot de sector van de woningbouw. Deze vertraging zou kunnen aanhouden, en eventueel besmettingseffecten op de rest van de Amerikaanse economie sorteren, waardoor zij zich zou kunnen uitbreiden tot de wereldeconomie. De situatie op de vastgoedmarkt is trouwens ook gespannen in een aantal Europese economieën, al hebben er zich recentelijk wel tekenen van afkoeling voorgedaan.

De aardoliemarkten worden eveneens gekenmerkt door een grote volatiliteit. Tegen de achtergrond van geringe reserves inzake productiecapaciteit reageren de spotmarktprijzen evenals de termijnnoteringen sterk op het

TABEL 11 VERGELIJKING VAN DE VOORUITZICHTEN VOOR BELGIË
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	Reëel bbp		Inflatie ⁽¹⁾		Begrotingssaldo ⁽²⁾		Publicatiedatum
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	
NBB – Voorjaar 2007	2,5	2,2	1,6	1,8	-0,1	-0,2	juni 2007
<i>p.m. Najaar 2006</i>	2,1	-	1,9	-	-0,4	-	december 2006
Federaal Planbureau (FPB)	2,3	2,2	1,8	1,9	0,1	-0,5	mei 2007
IMF	2,2	2,0	1,9	1,8	0,0	0,0	april 2007
EC	2,3	2,2	1,8	1,8	-0,1	-0,2	mei 2007
OESO	2,5	2,3	1,5	1,8	0,2	0,0	mei 2007
Belgian Prime News	2,3	2,2	1,9	1,9	-0,1	0,0	maart 2007
Consensus Economics	2,3	2,1	1,7	1,8	n.	n.	mei 2007
Economist's Poll	2,5	2,3	1,8	1,9	n.	n.	juni 2007
<i>p.m. Realisaties 2006</i>	3,0		2,3		0,2		

(1) HICP, behalve FPB en OESO: deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren.

(2) Procenten van het bbp.

verloop van de vraag en op de productievoorzwaarden en -beslissingen, en tevens op de geopolitieke situatie. Een nieuwe, aanhoudende stijging van de aardolieprijs zou op de groei wegen en de inflatoire spanningen kunnen aanwakkeren.

Meer fundamenteel gezien, zouden dergelijke spanningen ook kunnen oplopen als de wereldeconomie zich tegen de grenzen van haar productiecapaciteit zou bevinden. In dat geval zou de voortzetting van een krachtige groei aanleiding kunnen geven tot een versnelling van de loon- en prijsinflatie, hetgeen de rentetarieven zou kunnen opdrijven. Voorts zouden de onevenwichtigheden op de lopende rekeningen omvangrijk blijven in 2007 en 2008.

Een brutale correctie van de wisselkoersen of van de rente zou nefaste gevolgen hebben voor de wereldeconomie.

In België bestaat het risico dat er spanningen zouden ontstaan op bepaalde segmenten van de arbeidsmarkt, naarmate de arbeidsreserves in grotere mate worden ingezet. Deze spanningen zouden de groei kunnen afremmen, en de loonkostenstijging en de inflatie mogelijk versnellen.

De groeivoorzichten van de Bank voor 2007, die de recente resultaten van de nationale rekeningen omvatten, en die worden ondersteund door de huidige expansie in het eurogebied, zijn iets hoger dan die van de andere instellingen. De inflatievoorzichten voor hetzelfde jaar behoren tot de laagste, wellicht omdat rekening werd

TABEL 12 VERGELIJKING VAN DE HYPOTHESEN

	2007					2008				
	NBB	EC	IMF	FPB	OESO	NBB	EC	IMF	FPB	OESO
Uitvoermarkten	5,9	7,5	n.	7,3	n.	6,2	6,9	n.	7,2	n.
Aardolie (in dollar per vat) ...	65,0	66,2	60,75	61,0	64,7	69,9	70,3	64,75	61,9	65,0
Kortetermijnrente	4,2	n.	3,8	3,8	4,1	4,5	n.	3,7	3,9	4,3
Langetermijnrente in België ..	4,2	n.	n.	4,2	4,2	4,3	n.	n.	4,3	4,3
Dollar per euro	1,34	1,33	1,30	1,305	1,34	1,36	1,34	1,31	1,31	1,35

gehouden met het neerwaartse effect van de vrijmaking van de gas- en elektriciteitsmarkten en met de nieuwe registratiemethode voor deze prijzen in de index. Dezelfde factoren verklaren overigens ook de herzieningen ten opzichte van de door de Bank in december 2006 opgestelde projecties. Voor 2008 zijn de resultaten vergelijkbaar met die van de andere instellingen.

Bijlage

PROJECTIES VOOR DE BELGISCHE ECONOMIE: SYNTHESE VAN DE BELANGRIJKSTE RESULTATEN

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

	2004	2005	2006	2007 r	2008 r
Groei (voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)					
Bbp naar volume	2,8	1,4	3,0	2,5	2,2
Bijdragen aan de groei:					
Binnenlandse bestedingen, ongerekend voorraadwijziging ...	2,8	1,3	2,8	2,3	2,3
Netto-uitvoer van goederen en diensten	-0,1	-0,4	-0,8	0,4	0,1
Voorraadwijziging	0,1	0,5	1,0	-0,2	-0,2
Prijzen en kosten					
Geharmoniseerde consumptieprijsindex	1,9	2,5	2,3	1,6	1,8
Gezondheidsindex	1,6	2,2	1,8	1,6	1,7
Bbp-deflator	2,4	2,0	2,0	2,0	2,1
Ruilvoet	-0,3	-0,7	0,4	0,7	0,2
Loonkosten per eenheid product in de particuliere sector	-0,4	1,5	1,1	1,6	1,6
Uurloonkosten in de particuliere sector	2,4	2,2	2,7	2,4	2,6
Productiviteit per arbeidsuur in de particuliere sector	2,9	0,6	1,6	0,8	0,9
Arbeidsmarkt					
Binnenlandse werkgelegenheid (gemiddelde jaar-op-jaarverandering in duizenden eenheden) ...	26,5	40,8	46,4	60,1	55,1
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad ⁽¹⁾ (pct. van de beroepsbevolking)	8,4	8,4	8,2	7,6	7,2
Inkomens					
Reëel beschikbaar inkomen van de particulieren	-0,1	0,9	3,2	2,4	1,8
Spaarquote van de particulieren (pct. van het beschikbare inkomen)	13,2	13,2	13,8	14,1	14,0
Overheidsfinanciën⁽²⁾					
Financieringssaldo (pct. bbp)	0,0	-2,3	0,2	-0,1	-0,2
Primair saldo (pct. bbp)	4,7	2,0	4,3	3,8	3,7
Overheidsschuld (pct. bbp)	94,3	93,2	88,8	85,6	82,7
Lopende rekening (pct. bbp volgens de betalingsbalans)	3,5	2,6	2,0	2,7	3,0

Bronnen: EC, INR, NIS, NBB.

(1) « Adjusted series » (Eurostat).

(2) Volgens de in het kader van de procedure bij buitensporige overheidstekorten (EDP) gehanteerde methodologie en volgens de zienswijze van Eurostat (zie tabel 8).

Directe investeringen en aantrekkelijkheid van België

P. Bisciari
Ch. Piette⁽¹⁾

Inleiding

Gelet op de uitbreiding van de internationale handel vormen de buitenlandse directe investeringen (BDI) zowel een van de meest zichtbare uitingen van de globalisering van de economie als een ontwikkelingsfactor voor heel wat landen. In het bijzonder voor de opkomende landen zijn ze een katalysator van de economische groei. In de industrielanden vormen ze een middel om het productie-apparaat aan te passen aan de uitdagingen van de internationale concurrentie en aan de kansen die het ontstaan van nieuwe afzetmarkten biedt. De BDI moeten derhalve door de ondernemingen in overweging worden genomen wanneer ze hun strategische koers uitstippelen.

Wegens de kleine omvang en de grote openheid van de Belgische economie, spelen de BDI er een belangrijke rol. Dit komt onder meer tot uiting in de financiële structuur van de ingezeten ondernemingen. Blijkens de resultaten van de jaarlijkse directe-investeringsenquête van de Bank, werd 47,6 pct. van het in alle Belgische vennootschappen samen geïnvesteerde eigen vermogen op 31 december 2005 rechtstreeks of onrechtstreeks aangehouden door buitenlandse aandeelhouders. Daarenboven hadden 14 pct. van de deelnemingen in andere ondernemingen door diezelfde vennootschappen betrekking op investeringen in het buitenland.

Dit artikel heeft ten doel deze directe-investeringsrelaties te analyseren en ze te plaatsen in de tijd maar ook ten opzichte van andere ontwikkelde landen en meer bepaald ten opzichte van de buurlanden. Bovendien is het de bedoeling de voornaamste determinanten vast te stellen van de recente ontwikkelingen en van de relatieve positie

van België in 2005, het laatste jaar waarvoor alle relevante gegevens beschikbaar zijn. Voorts zal worden getracht de determinanten die ook voor andere landen gelden, te onderscheiden van de determinanten die meer specifiek op België van toepassing zijn en die derhalve comparatieve voor- of nadelen behelzen.

In het eerste deel van het artikel zullen de wereldwijde tendensen op het vlak van buitenlandse directe investeringen worden geschetst die ook op België een weerslag hadden. Na de internationale context te hebben afgebakend, wordt in het begin van het tweede deel het belang van de BDI in België belicht. De BDI blijken in ons land belangrijker dan in de meeste andere ontwikkelde landen en er zal worden getracht te verklaren waarom dat zo is, door onder meer te wijzen op de bijzondere aard van sommige BDI-stromen.

Ook al staat de Belgische economie reeds lang in ruimere mate open voor de handels- en kapitaalstromen met de rest van de wereld dan die van de andere ontwikkelde landen, toch lijkt België recentelijk opnieuw van zijn buurlanden en van de EU-landen⁽²⁾ als geheel af te wijken door een sterkere toename van zijn BDI-uitstroom en door een minstens even aanzienlijke stijging van zijn BDI-instroom. Deze vaststelling aan het einde van het tweede deel geeft aanleiding tot een grondiger onderzoek van de BDI-uitstroom van België in deel 3 en van de BDI-instroom in België in deel 4.

(1) De auteurs danken Luc Dresse, Annick Bruggeman en Benoît Robert voor hun waardevolle raadgevingen, alsook Nadine Feron en Jean-Marie Van den Berghe voor hun statistische bijdrage.

(2) In het artikel wordt de term EU gebruikt om de zeven en twintig lidstaten van de Europese Unie aan te duiden.

In het derde deel wordt vooral getoond in welke landen en voor welke activiteiten België de meeste buitenlandse directe investeringen verricht en wordt nagegaan of onlangs kenteringen konden worden opgetekend, bijvoorbeeld of er meer arbeidsintensieve investeringen naar opkomende landen gingen.

In het vierde deel willen wij de bedrijfstakken en de soorten activiteiten afbakenen waarvoor meer, of minder dan elders in de EU, BDI plaatsvinden in België. Aan de hand van die informatie zal in deel 5 worden onderzocht waarom buitenlandse investeerders belangstelling kunnen tonen om een project in België uit te voeren in plaats van in een ander EU-land.

1. Wereldwijde tendensen in de buitenlandse directe investeringen

Na een eerste toename tijdens de jaren tachtig, meer bepaald in de voorbereidingsfase van de Europese eenheidsmarkt, is het totale bedrag van de BDI in de wereld sterk gestegen gedurende de jaren negentig. Deze

opleving houdt onder meer verband met het opheffen van de hinderpalen voor de buitenlandse handel en het kapitaalverkeer, alsook met de liberalisering of privatisering van tot dan toe beschermde sectoren, waardoor de concurrentie op sommige markten is toegenomen. Om het hoofd te bieden aan deze ontwikkelingen en om hun concurrentievermogen veilig te stellen, werden de ondernemingen ertoe gebracht hun strategie te herzien door aanwezig te zijn op zoveel mogelijk markten en eventueel door hun kosten te verlagen via een internationale opsplitsing van hun productieketen. Deze nieuwe strategie werd onder meer vertaald in de oprichting van nieuwe dochterondernemingen in het buitenland, met name in de opkomende economieën, waar ze de meest courante vorm van buitenlandse investering vormde, alsook in grensoverschrijdende fusies en overnames, die ten grondslag lagen aan het merendeel van de BDI-stromen in de industrielanden. De ontwikkeling van de directe investeringen en van de internationale vertakkingen van de ondernemingen werd daarenboven in de hand gewerkt door de technologische vooruitgang op het vlak van informatie en communicatie, die een geïntegreerd beheer van de multinationale groepen bevordert.

De statistieken inzake BDI

De BDI zijn een verschijnsel waarvan de omvang en de bijdrage tot de economische ontwikkeling moeilijk te vatten en te kwantificeren blijven. Ze worden doorgaans gemeten aan de hand van de stroomstatistieken afgeleid uit de betalingsbalansen die elk land opstelt volgens de door het Internationaal Monetair Fonds (IMF, 1993) uitgevaardigde principes. Het IMF definieert een directe investering als de verwerving van een duurzaam belang van een ingezeten entiteit van een economie (de directe investeerder) in een ingezeten onderneming van een andere economie (de directe-investeringsonderneming), die tot uiting komt in het bezit van ten minste 10 pct. van de gewone aandelen of van de stemrechten erop. De in de betalingsbalans geboekte stromen slaan niet alleen op de investeringen in maatschappelijk kapitaal, door middel waarvan die relatie van duurzaam belang tot stand komt, maar ook op de middelen die worden ingebracht in de vorm van geherinvesteerde winsten en leningen tussen ondernemingen.

In België worden de directe-investeringsrelaties van de ingezeten ondernemingen in de betalingsbalans geboekt en daarenboven ook geregistreerd via een enquête die de Bank jaarlijks houdt. Deze enquête is meer bepaald bedoeld om statistieken op te maken van de uitstaande bedragen aan BDI, zoals die worden geraamd op grond van de boekwaarde van het eigen vermogen – dat zowel de investeringen in maatschappelijk kapitaal als de geherinvesteerde winsten omvat – dat de directe investeerders in de directe-investeringsonderneming aanhouden, alsook van de boekwaarde van de leningen tussen ondernemingen die ze hun toekennen. Vergeleken met de in de betalingsbalans beschikbare statistieken is het toepassingsgebied van de door de enquête bestreken variabelen aanzienlijk uitgebreid. In deze enquête wordt met name ook rekening gehouden met de participaties die de directe investeerders controleren via indirecte-verwantschapsbanden, dat wil zeggen via één of meer aanverwante ondernemingen. Ze verschaft bovendien aanwijzingen over de omvang van de activiteit, gemeten op basis van hun omzet en aantal werknemers, van de dochterondernemingen van Belgische bedrijven in het buitenland en van de dochterondernemingen van buitenlandse bedrijven in België. Hoewel ze enkel betrekking hebben op ondernemingen die rechtstreeks en voor meer dan 50 pct. van hun maatschappelijk kapitaal in het bezit zijn van

een buitenlandse investeerder, verstrekken die gegevens over de dochterondernemingen waardevolle inlichtingen over de economische activiteit die werkelijk toe te schrijven is aan directe-investeringskapitalen.

De gegevens inzake BDI vertonen echter een aantal nadelen die hoofdzakelijk te maken hebben met de financiële aard ervan. De cijfers betreffende de BDI-instroom in een economie kunnen meer bepaald sterk overschat zijn door kapitaaloverdrachten waarvoor een ingezeten vennootschap slechts als intermediair fungeert. Bovendien, en dit is een nadeel dat ze gemeen hebben met de statistieken over de buitenlandse dochterondernemingen, is het aan de hand van de BDI-gegevens niet mogelijk het deel van de investeringen dat verband houdt met de aankoop van participaties in bestaande vennootschappen te onderscheiden van het deel dat een reële ontwikkeling van het productieapparaat teweegbrengt.

Het BDI-volume is, na een hoogtepunt in 2000, fors gedaald tussen 2001 en 2003. Deze daling kan gedeeltelijk worden toegeschreven aan de economische groei-vertraging tijdens die periode en is ook het gevolg van de schuldafbouw die volgde op de golf van fusies en overnames aan het einde van de jaren negentig. Vermits de BDI-stromen worden gemeten op basis van de

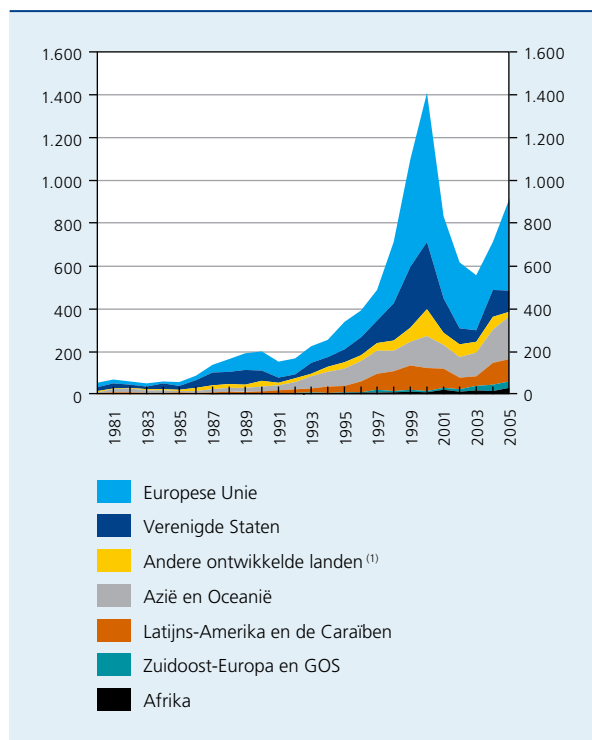
marktwaarde van de activa die het voorwerp uitmaken van de transacties, was de inkrimping in 2001, net als het zeer hoge groeipercentage omstreeks het einde van de jaren negentig, in grote mate de weerspiegeling van het verloop van de beurskoersen, meer bepaald de financiële zeepbel die in 2001 is uiteengespat.

De ontwikkelde landen zorgen voor het merendeel van de BDI, maar zijn ook de belangrijkste bestemmelingen. De laatste twee decennia zijn echter ook nieuwe spelers op het toneel verschenen onder de ontwikkelingslanden, zoals China en India, alsook onder de Oost-Europese landen die onlangs tot de EU zijn toegetroten. Deze landen, die zowel nieuwe afzetmarkten verschaffen voor de ondernemingen van de industrielanden als mogelijkheden om hun productiekosten te drukken, hebben in het bijzonder bijgedragen tot de wereldwijde opleving van de BDI in 2004, maar de voortzetting hiervan in 2005 is in de eerste plaats het gevolg van nieuwe fusies en overnames in de ontwikkelde landen. De recente opleving van de BDI is ook het gevolg van de stijging van de grondstoffenprijzen, met name aardolie, die een aansporing vormde om meer te investeren in de landen die over grote natuurlijke rijkdommen beschikken (UNCTAD, 2006). De prijsstijging van de energieproducten heeft bovendien bijgedragen tot de verhoging van de transportkosten. Dit heeft bepaalde ondernemingen ertoe gebracht het aantal vestigingen te verhogen, voornamelijk in de bedrijfstakken die verband houden met vervoer en logistiek (Cushman & Wakefield, 2006).

De BDI-stromen worden ook gekenmerkt door een toenemend aandeel van investeringen door dienstverlenende bedrijven, en zijn dus een afspiegeling van de mutaties in de bedrijfstakken en de groeiende uitbreiding van de tertiaire sector in de wereldeconomie.

GRAFIEK 1 INSTROOM VAN BUITENLANDSE DIRECTE INVESTERINGEN PER LANDENGROEP

(in miljarden VS-dollars)



Bron : UNCTAD.

(1) Australië, Canada, Gibraltar, IJsland, Israël, Japan, Nieuw-Zeeland, Noorwegen en Zwitserland.

TABEL 1 STROMEN VAN EN UITSTAANDE BEDRAGEN AAN DIRECTE INVESTERINGEN
IN DE VERSCHILLENDE GEOGRAFISCHE GEBIEDEN⁽¹⁾

(procenten bbp)

	Instroom				Uitstroom			
	1997-1999	2000-2002	2003-2005	Uitstaande bedragen in 2005	1997-1999	2000-2002	2003-2005	Uitstaande bedragen in 2005
Ontwikkelde landen	2,1	2,5	1,4	21,6	2,6	2,6	2,0	27,7
Europese Unie ⁽²⁾	3,3	4,2	2,5	33,9	4,8	4,6	3,1	40,2
waarvan:								
België	9,2	8,2	10,6	103,9	6,4	9,3	9,8	98,6
<i>p.m. België, ongerekend de coördinatiecentra</i>	7,9	4,9	5,8	65,0	4,7	4,3	5,8	53,0
Duitsland	1,5	3,9	0,6	18,0	3,8	1,6	0,7	34,6
Frankrijk	2,2	2,7	2,3	28,5	4,6	5,9	3,8	40,5
Nederland	6,8	9,3	3,8	74,1	9,0	10,5	10,5	102,6
Verenigd Koninkrijk	4,1	3,6	3,9	37,1	8,0	6,2	4,2	56,2
Twaalf nieuwe lidstaten	3,8	4,0	4,7	37,5	0,2	0,2	0,7	3,2
Verenigde Staten	1,8	1,7	0,8	13,0	1,4	1,2	1,0	16,4
Andere ontwikkelde landen ⁽³⁾	0,8	1,2	0,6	13,5	1,4	1,8	1,6	23,8
Ontwikkelingslanden	2,9	2,8	3,0	26,4	1,0	1,1	1,1	12,4
Azië en Oceanië	2,4	2,4	2,8	23,2	0,9	1,1	1,1	13,0
waarvan:								
China (ongerekend Hongkong) ..	3,4	3,2	3,5	14,3	0,2	0,2	0,2	2,1
India	0,5	0,8	0,8	5,8	0,0	0,2	0,2	1,2
Latijns-Amerika en de Caraïben	4,9	4,3	3,8	36,7	1,6	1,8	1,2	13,5
Zuidoost-Europa en GOS	1,7	1,4	3,2	20,6	0,5	0,5	1,5	11,7
waarvan:								
Russische Federatie	1,0	0,7	2,1	17,3	0,6	0,7	2,1	15,7
Afrika	1,8	2,1	2,8	28,2	0,4	0,0	0,2	5,8
Totaal	2,3	2,6	1,8	22,8	2,3	2,3	1,8	23,8

Bronnen: UNCTAD, NBB.

(1) De hier gebruikte groeperingen per geografisch gebied stemmen overeen met die welke doorgaans worden gebruikt in de UNCTAD-rapporten (cf. UNCTAD, 2006). Bulgarije en Roemenië worden hier echter gerangschikt bij de nieuwe EU-lidstaten.

(2) Inclusief de BDI tussen de lidstaten.

(3) Australië, Canada, Gibraltar, IJsland, Israël, Japan, Nieuw-Zeeland, Noorwegen en Zwitserland.

2. België, een bevoorrechte speler in de BDI

2.1 Belang van de BDI in België

Tussen 2003 en 2005 beliepen de in de betalingsbalans van België opgetekende in- en uitstromen van BDI gemiddeld respectievelijk 10,6 en 9,8 pct. bbp. Gerelateerd aan de omvang van de economie, overschreden de BDI-stromen er dus ruim het peil dat de meeste andere Europese landen lieten optekenen.

Die verschillen komen grotendeels doordat vele op het Belgische grondgebied gevestigde vennootschappen optreden als financiële draaischijven voor rekening van de multinationale groepen waartoe ze behoren. Dat is met name het geval voor de coördinatiecentra, die tekenen voor een niet onaanzienlijk gedeelte van de BDI-stromen van België. Die vennootschappen, die een bijzonder fiscaal statuut genieten, zijn bedoeld om de financiële operaties te centraliseren van ondernemingen die verwant zijn met dezelfde multinationale groepen als zijzelf. Een zeer groot gedeelte van het buitenlands kapitaal dat ze ontvangen, wordt derhalve geherinvesteerd

buiten het Belgische grondgebied. Om die reden vergroten de door de coördinatiecentra gesluisde middelen het volume van de in- en uitstromen van BDI van België aanzienlijk.

Ongerekend het kapitaalverkeer dat kan worden toegeschreven aan de coördinatiecentra⁽¹⁾, zou zowel de in- als de uitstroom van BDI over de periode 2003-2005 worden teruggebracht tot gemiddeld 5,8 pct. bbp. Het belang van de BDI-stromen van België blijft niettemin ruimschoots uitkomen boven wat over het algemeen werd opgetekend in de EU, waar de in- en de uitstroom van BDI gemiddeld respectievelijk 2,5 en 3,1 pct. bbp bedroeg.

De grotere openheid van België voor directe investeringen komt eveneens tot uiting in de statistieken over de uitstaande bedragen aan BDI. Blijkens de enquête van de Bank omtrent de directe investeringen, belopen de uitstaande bedragen aan BDI in België, buiten die van de coördinatiecentra, in 2005 immers 65 pct. bbp en de uitstaande bedragen aan BDI van België in het buitenland 53 pct. bbp. De uitstaande bedragen aan in- en uitstromen van BDI van het geheel van de EU, berekend op basis van de door de UNCTAD gepubliceerde statistieken,

worden dan weer geraamd op respectievelijk 33,9 en 40,2 pct. bbp. De verschillen zijn eveneens zeer aanzienlijk wanneer de BDI van België worden afgezet tegen die van de economieën die er relatief beter mee zijn te vergelijken, met name de voornaamste buurlanden. Van die landen laat enkel Nederland verhoudingen optekenen die hoger zijn dan die van België.

De rol van de buitenlandse investeringen in de Belgische economie is dus significant. Blijkens de resultaten van de enquête omtrent de directe investeringen voor het jaar 2005, vertegenwoordigt het kapitaal dat direct gecontroleerd wordt door buitenlandse investeerders 35,1 pct. van het totale eigen vermogen van de Belgische ondernemingen. Wordt het door hen gecontroleerde kapitaal via indirecte deelnemingen, dat wil zeggen via een of meer aanverwante onderneming(en) waarin ze eveneens participaties aanhouden, daarbij opgeteld, dan belooft die verhouding 47,6 pct. Dat cijfer overschat doorgaans echter ietwat de effectieve omvang van de buitenlandse betrokkenheid in het Belgische productieapparaat, aangezien de coördinatiecentra alleen al tekenen voor

(1) Te weten de 224 vennootschappen met een vergunning luidens welke ze in de maand maart 2005 werden aangewezen als coördinatiecentra.

TABEL 2 BELANG VAN DE DIRECTE INVESTERINGEN IN DE BELGISCHE ECONOMIE IN 2005
(procenten)

Buitenlandse directe investeringen in België

Aandeel van de buitenlandse directe investeringen in het eigen vermogen van de Belgische ondernemingen	
Enkel directe deelnemingen	35,1
waarvan coördinatiecentra	12,1
Directe en indirecte deelnemingen	47,6
waarvan coördinatiecentra	19,5
Directe-investeringsondernemingen (die ten belope van ten minste 10 pct. van het maatschappelijk kapitaal in handen zijn van een buitenlandse investeerder)	
Aandeel in de omzet van de ingezeten ondernemingen	50,4
Aandeel in de werkgelegenheid van de ingezeten ondernemingen	21,6
Dochterondernemingen van buitenlandse ondernemingen (die ten belope van meer dan 50 pct. van het maatschappelijk kapitaal in handen zijn van een buitenlandse investeerder)	
Aandeel in de omzet van de ingezeten ondernemingen	37,7
Aandeel in de werkgelegenheid van de ingezeten ondernemingen	15,2
Belgische directe investeringen in het buitenland	
Aandeel van de directe investeringen in maatschappelijk kapitaal in het buitenland, in de totale participaties van de Belgische vennootschappen in aanverwante ondernemingen	
	14,0
In het buitenland gevestigde dochterondernemingen van ingezeten ondernemingen (die ten belope van meer dan 50 pct. van het maatschappelijk kapitaal in handen zijn van een ingezeten investeerder)	
Omzet van de dochterondernemingen ten opzichte van de omzet van de ingezeten ondernemingen	16,6
Werkgelegenheid in de dochterondernemingen ten opzichte van de werkgelegenheid in de ingezeten ondernemingen	14,6

Bron : NBB.

19,5 pct. van het totale eigen vermogen van de ingezeten ondernemingen.

De ingezeten directe-investeringsondernemingen tekenen voor meer dan de helft van de omzet van alle Belgische vennootschappen. Dezelfde ondernemingen hebben bovendien 21,6 pct. van het totale aantal loontrekkenden van de ingezeten vennootschappen in dienst. De ondernemingen die worden beschouwd als dochterondernemingen van buitenlandse ondernemingen, dat wil zeggen die welke voor meer dan 50 pct. in handen zijn van hun buitenlandse aandeelhouders via directe deelnemingen, vertegenwoordigen alleen al 37,7 pct. van de omzet van de ingezeten ondernemingen en 15,2 pct. van het aantal personen die ze in dienst hebben, te weten 357.600 loontrekkenden.

De BDI van België in het buitenland zijn dan weer goed voor 14 pct. van de participaties aangehouden door de ingezeten ondernemingen in aanverwante ondernemingen⁽¹⁾. De omvang van de door die investeringen in het buitenland gegenereerde economische activiteit blijft heel wat geringer dan die verricht op nationaal grondgebied. Aan de hand van de statistieken betreffende de in het buitenland gevestigde dochterondernemingen van Belgische bedrijven, die in 2005 343.864 personen tewerkstelden, kan het volume van de activiteit buiten het nationale grondgebied immers worden geraamd op ongeveer 15 pct. van die verricht binnen de grenzen van België.

Het relatieve belang van de BDI in de Belgische economie vloeit voort uit haar kleine omvang en haar grote openheid van oudsher, zowel ten opzichte van het kapitaalverkeer als de buitenlandse handel. In dat opzicht heeft de centrale ligging van België in West-Europa zeker een belangrijke rol gespeeld bij de vestiging van de eerste buitenlandse dochterondernemingen in België, die er konden profiteren van een gemakkelijke toegang tot de Europese markt, die bovendien in de hand werd gewerkt door de beschikbaarheid van een efficiënte transport- en communicatie-infrastructuur. Het in België gevoerde industriebeleid, met name op grond van de economische expansiewetten van 1959, en later het bijzonder fiscaal statuut dat de coördinatiecentra sinds 1982 genieten, hebben de aantrekkingskracht van het land voor buitenlandse investeerders vergroot.

2.2 Recente ontwikkelingen

In de afgelopen jaren zijn de BDI van België in het buitenland gestaag gegroeid. Zo zijn de BDI-stromen gestegen van 9,3 tot 9,8 pct. bbp tussen de subperiodes 2000-2002 en 2003-2005, terwijl de uitgaande BDI van de EU als geheel in diezelfde periode zijn afgenomen van 4,6 tot 3,1 pct. bbp. Deze relatieve dynamiek is tot uiting

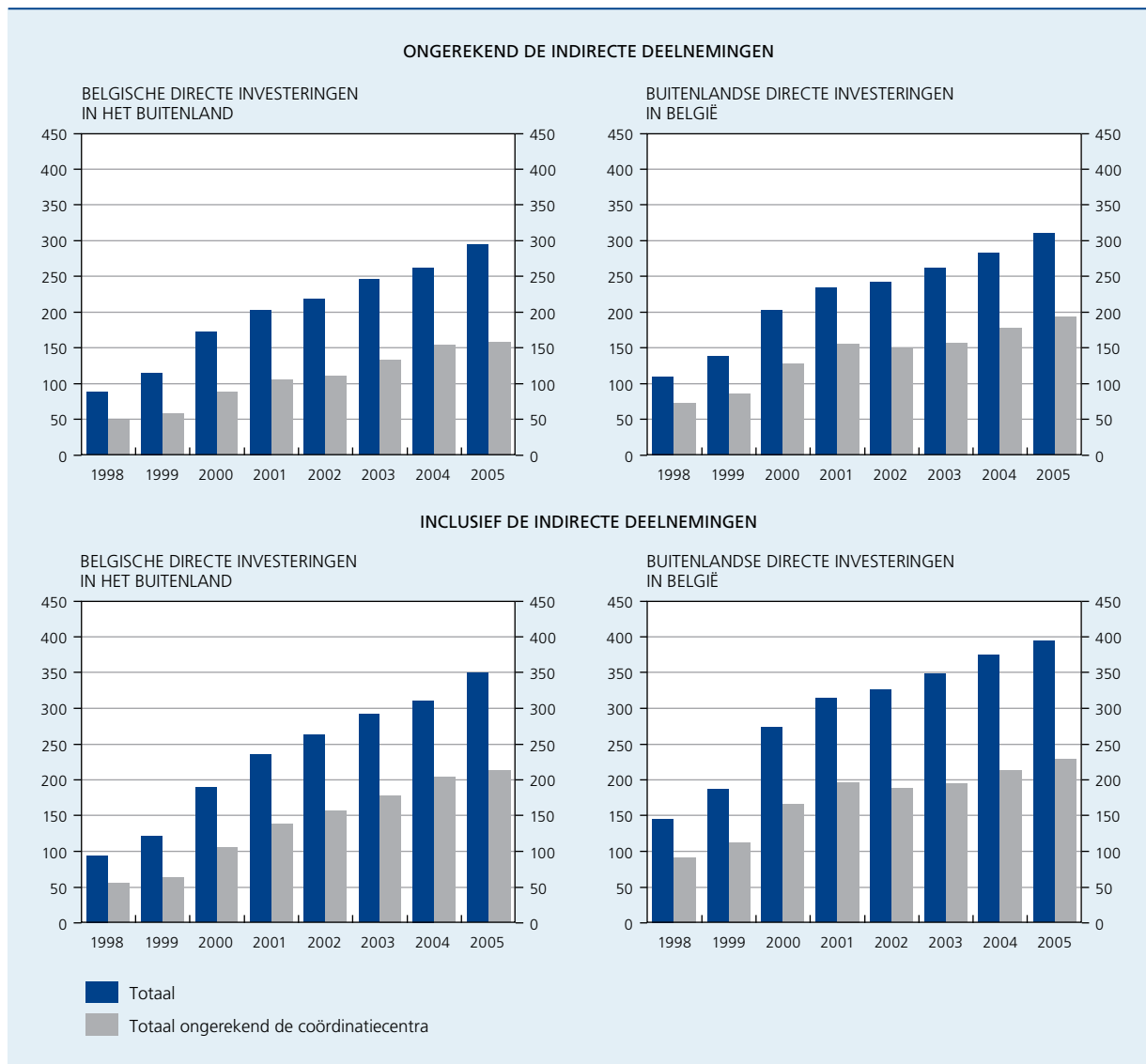
gekomen in een toename van het uitstaande bedrag aan participaties van de Belgische vennootschappen in het buitenland. De middelen die via de coördinatiecentra worden doorgesluisd, hebben weliswaar in grote mate hiertoe bijgedragen, maar ook het bedrag aan uitstaande BDI die rechtstreeks door de overige ondernemingen worden aangehouden, is tussen 1998 en 2005 verdrievoudigd. De omvang van deze toename blijkt nog duidelijker wanneer ook rekening wordt gehouden met het toegenomen belang van de kapitalen die worden aangehouden via indirecte deelnemingen. Die kapitalen waren goed voor nagenoeg 16 pct. van het totale uitstaande bedrag aan BDI van de Belgische ondernemingen in 2005.

Aan de andere kant was de toename van de buitenlandse participaties in Belgische vennootschappen, hoewel het totaalbedrag ervan reeds hoger was dan dat van de BDI van België in het buitenland, tussen 1998 en 2005 meer gematigd. De coördinatiecentra buiten beschouwing gelaten, werd met name in 2002 en 2003 een stabilisatie opgetekend. De registratie van de in tabel 1 voorgestelde stromen, opgesteld volgens een boekingswijze die verschilt van de methode die voor de statistieken van de uitstaande bedragen wordt gehanteerd – te weten op basis van de marktwaarde van de doorgestorte kapitalen in plaats van op basis van hun boekwaarde – geeft een iets gunstiger beeld te zien. De inkomende BDI, uitgedrukt in procenten van het bbp, zijn in België immers nog toegenomen over de periode 2003-2005 ten opzichte van de voorgaande jaren, namelijk van 4,9 naar 5,8 pct. bbp, ongerekend de coördinatiecentra. In diezelfde periode zijn ze in de EU als geheel teruggelopen van 4,2 tot 2,5 pct. bbp, ondanks de stijging die werd opgetekend in de twaalf nieuwe lidstaten.

Het beeld van een algemeen opwaarts verloop van de directe-investeringsstromen van en naar België dient evenwel te worden genuanceerd. Behalve het feit dat dat beeld sterk werd beïnvloed door de via de coördinatiecentra doorgesluisde kapitalen, hebben immers andere transacties van financiële aard eveneens een rol gespeeld. Het betreft met name een aantal fusie- en overnametransacties, die onder meer in de banksector hebben plaatsgevonden tegen het einde van de jaren negentig of, meer recentelijk, bij de oprichting van een Belgisch-Braziliaanse bierbrouwersgroep in 2004 en bij de overname door een buitenlandse investeerder van de belangrijkste Belgische elektriciteitsverdelers in 2005. Doorgaans gaan deze sporadische, grootschalige operaties niet onmiddellijk gepaard met een vorming van fysiek kapitaal.

(1) Dat percentage wordt niet beïnvloed door de directe investeringen van de coördinatiecentra. Daar de laatstgenoemde er niet toe gemachtigd zijn participaties aan te houden in andere vennootschappen, dragen ze enkel kapitaal over door middel van leningen tussen de ondernemingen onderling.

GRAFIEK 2 UITSTAANDE BEDRAGEN AAN DIRECTE INVESTERINGEN
(in miljarden euro's)



Bron : NBB.

De investeringen die daadwerkelijk aanleiding kunnen geven tot het ontstaan of de uitbreiding van activiteiten worden doorgaans « *greenfield*-investeringen » genoemd. Ze zijn opgenomen in micro-economische gegevensbanken die voornamelijk worden samengesteld door adviesbureaus of door overheidsorganen die de BDI bevorderen via aankondigingen van projecten. In tegenstelling tot de statistieken over de BDI maken die gegevens geen gewag van desinvesteringen. Daarenboven kunnen ze niet dienen ter illustratie van delocalisaties in de vorm van een loutere overdracht van activiteiten van het ene land naar het andere.

Volgens de cijfers die werden gepubliceerd door de UNCTAD op basis van de door Locomonitor verzamelde gegevens, is het aantal *greenfield*-projecten in België tussen 2002 en 2005 toegenomen, maar in een tempo dat vergelijkbaar is met dat van de EU als geheel. Over dezelfde periode is het aantal buitenlandse projecten van ingezeten ondernemingen gestaag toegenomen in het geval van België, en dit in een iets sneller tempo dan in de overige landen van de EU. Tussen deze twee jaren is het aandeel van België in het totaal van de uitgaande projecten van de EU-landen, met inbegrip van de interne stromen binnen de EU, opgelopen van 1,9 tot 2,7 pct.

3. Beweegredenen voor de Belgische investeringen in het buitenland

De beweegredenen die een onderneming aanzetten tot directe investeringen in het buitenland, zijn algemeen gesproken zeer uiteenlopend en kunnen aanzienlijk variëren van het ene project tot het andere. Het is niettemin mogelijk ze in te delen volgens verschillende categorieën; zo maakt Dunning (1998) een onderscheid tussen *resource-seeking*-, *market-seeking*-, *efficiency-seeking*- en *strategic asset-seeking*-investeringen.

Resource-seeking-investeringen zijn gericht op de ontginning van natuurlijke hulpbronnen en de lokalisatie ervan wordt dan ook bepaald door de aanwezigheid van dergelijke bronnen. *Market-seeking*-BDI, van hun kant, trachten nieuwe afzetmarkten aan te boren. Aangezien ze veelal betrekking hebben op productie-eenheden die het volledige proces van toegevoegde-waardecreatie omvatten, wordt de plaats van investering uitsluitend gekozen op grond van de nabijheid van de markten waarop hun productie wordt afgezet. Daarentegen hangt de keuze van de bestemming van *efficiency-seeking*-investeringen af van de mogelijkheid om efficiëntievoordelen te behalen door, via de internationale opsplitsing van de productieketen, gebruik te maken van verschillen tussen landen in de factorkosten, zoals arbeidskosten, of van andere comparatieve voordelen waarvan de relevantie uiteenloopt naargelang van het beoogde type van activiteit. In het onderhavige geval hangt de keuze om een productie-eenheid in een welbepaald land te vestigen dus nauw samen met de troeven die dit land kan bieden voor een specifiek segment van de toegevoegde-waardeketen. *Strategic asset-seeking*-investeringen, die tot stand komen door participaties in bestaande ondernemingen te verwerven, zijn dan weer voornamelijk toegespitst op de toe-eigening van elementen, zoals octrooien of een positionering op de markten, die het concurrentievermogen van de eraan ten grondslag liggende ondernemingen kunnen verhogen. In de praktijk zijn de investerings- en vestigingsstrategieën van de in verschillende landen actieve ondernemingen vaak veel complexer en kunnen die verschillende soorten beweegredenen samengaan.

Hoewel er geen rechtstreekse informatie beschikbaar is over de beweegredenen voor de investeringen van de Belgische ondernemingen in het buitenland, kunnen de bedrijfstak die aan de oorsprong van de investering ligt en de lokalisatie van de in het buitenland uitgevoerde activiteiten hieromtrent meer duidelijkheid verschaffen.

Net zoals het merendeel van de in België gerealiseerde BDI is toe te schrijven aan andere ontwikkelde landen, zijn ook de uitstaande bedragen van de BDI van België nog

altijd grotendeels in deze landen gelokaliseerd. Het betreft landen waarmee ons land sinds jaar en dag handelsbetrekkingen onderhoudt, in het bijzonder de buurlanden en de Verenigde Staten. In 2005 waren de vier buurlanden en het Verenigd Koninkrijk goed voor ongeveer 60 pct. van het totaal, onder meer door de kruiselingse participaties die de ingezeten ondernemingen verbinden met in de buurlanden gevestigde zustermaatschappijen. De Verenigde Staten vertegenwoordigden een aanzienlijk deel van de activiteit van de dochterondernemingen in het buitenland (36 pct. van de totale werkgelegenheid en 18 pct. van de omzet), doordat enkele grote winkelketens er in handen zijn van een Belgische distributiegroep.

De intensiteit van de banden tussen ondernemingen uit nabije landen weerspiegelt niet enkel participatienemingen van strategische aard, maar eveneens de reële ontwikkeling van activiteiten. In 2005 kwam meer dan de helft van de *greenfield*-investeringsprojecten⁽¹⁾ van Belgische ondernemingen tot stand in de ontwikkelde landen, waarvan meer dan 40 pct. in de nabije landen, te weten, in dalende volgorde van belangrijkheid, in Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Nederland. Deze projecten zijn evenwel minder arbeidsintensief dan die in de andere geografische regio's, aangezien ze slechts iets meer dan een vijfde vertegenwoordigen van de arbeidsplaatsen die worden gecreëerd door op initiatief van Belgische ondernemingen uitgevoerde *greenfield*-investeringen.

Tussen 1998 en 2005 werd een toenemend aandeel van de BDI georiënteerd naar de twaalf laatst toegetreden lidstaten van de EU. De verwerkende nijverheid is er goed voor nagenoeg de helft van de werkgelegenheid van de dochterondernemingen van Belgische ondernemingen, terwijl ze slechts een derde vertegenwoordigt van de banen in de dochterondernemingen die in de vijftien eerst toegetreden EU-lidstaten zijn gevestigd. De vervaardiging van machines, apparaten en werktuigen alleen vertegenwoordigt ongeveer 17 pct. van de totale werkgelegenheid van de dochterondernemingen in deze landen.

Een gedeelte van de BDI van België was ook in hoofdzaak gericht op de ontwikkelingslanden. In 2005 vertegenwoordigden deze laatste evenwel amper 11 pct. van het uitstaande bedrag van de BDI van de Belgische ondernemingen. In deze groep van landen is het aandeel van de BDI naar Zuidoost-Europa en het GOS enigszins toegenomen als gevolg van investeringen in verschillende bedrijfstakken, meestal in dienstverlenende branches.

(1) De gegevens over de geografische uitsplitsing van *greenfield*-investeringsprojecten van de Belgische ondernemingen in het buitenland zijn afkomstig van IBM-Plant Location International.

TABEL 3 GEOGRAFISCHE UITSPLOITING VAN DE BDI VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN

(procenten van het geheel, tenzij anders vermeld)

	Uitstaande bedragen van de directe investeringen ⁽¹⁾		In het buitenland gevestigde dochterondernemingen in 2005 ⁽²⁾			<i>p.m.</i> Verwachte bbp-groei voor de periode 2007-2011
	1998	2005	Omzet	Werk- gelegenheid	Aandeel van de industrie in de werk- gelegenheid ⁽³⁾	
Ontwikkelde landen	92,4	88,9	85,3	82,4	24,6	2,5
Europese Unie	73,4	74,3	62,8	44,4	35,0	2,0 ⁽⁴⁾
waarvan:						
Duitsland	7,0	4,8	7,9	4,6	33,2	1,5
Frankrijk	12,6	10,0	17,5	10,5	39,3	2,0
Luxemburg	9,6	17,7	4,9	6,2	3,6	<i>n.</i>
Nederland	27,7	24,1	4,0	3,5	25,7	2,4
Verenigd Koninkrijk	5,5	3,7	11,7	7,7	41,5	2,2
Twaalf nieuwe lidstaten	1,2	7,4	3,5	5,8	49,5	4,5 ⁽⁵⁾
Verenigde Staten	14,2	11,9	18,4	35,7	10,4	3,0
Andere ontwikkelde landen ⁽⁶⁾	4,7	2,7	4,1	2,3	44,6	2,3 ⁽⁷⁾
Ontwikkelingslanden	7,6	11,1	14,7	17,6	21,8	6,0
Azië en Oceanië	1,2	4,4	10,8	9,7	24,9	6,9 ⁽⁸⁾
waarvan:						
China (ongerekend Hongkong)	0,6	0,4	0,6	1,3	88,1	8,8
Zuid-Korea	0,1	2,2	8,4	2,1	4,5	4,8
India	0,1	0,0	0,1	0,8	84,7	7,5
Latijns-Amerika en de Caraïben	4,9	4,9	1,2	3,4	22,5	4,0 ⁽⁹⁾
Zuidoost-Europa en GOS	0,1	1,2	1,7	0,5	41,4	5,6 ⁽¹⁰⁾
waarvan:						
Russische Federatie	0,0	0,8	1,6	0,3	55,9	5,7
Afrika	1,4	0,6	1,0	4,0	11,4	<i>n.</i>
Totaal	100,0	100,0	100,0	100,0	24,1	3,2

Bronnen: Consensus Economics (oktober 2006), NBB.

(1) Met inbegrip van het eigen vermogen dat wordt aangehouden via indirecte banden, exclusief coördinatiecentra.

(2) Ondernemingen waarvan meer dan 50 pct. van het maatschappelijk kapitaal via directe banden in het bezit is van een ander bedrijf.

(3) De uitsplitsing wordt verkregen op basis van de bedrijfstakken van de ingezeten ondernemingen die de BDI verrichten.

(4) Met uitzondering van Luxemburg.

(5) Hongarije, Polen, Roemenië, Slovekië en Tsjechië.

(6) Australië, Canada, Gibraltar, IJsland, Israël, Japan, Nieuw-Zeeland, Noorwegen en Zwitserland.

(7) Australië, Canada, Japan, Nieuw-Zeeland, Noorwegen en Zwitserland.

(8) China, Filipijnen, Hongkong, India, Indonesië, Maleisië, Singapore, Taiwan, Thailand, Turkije en Zuid-Korea.

(9) Argentinië, Brazilië, Chili, Columbia, Mexico, Peru en Venezuela.

(10) Oekraïne en Rusland.

Het aandeel van de Aziatische landen in het uitstaande bedrag van de BDI is eveneens toegenomen, maar dat van China en India blijft marginaal. De stijging van het uitstaande bedrag in de Aziatische landen was hoofdzakelijk toe te schrijven aan Zuid-Korea, Singapore en Hongkong. Ten grondslag aan deze stijging liggen vooral dienstverlenende ondernemingen. Het aandeel van de ontwikkelingslanden, in het bijzonder dat van de

Aziatische, is groter in de geografische uitsplitsing van de werkgelegenheid en de omzet van de dochterondernemingen dan in die van de uitstaande bedragen en het is eveneens toegenomen tijdens de laatste beschouwde jaren. In de Aziatische landen wordt een kwart van de werkgelegenheid van de dochterondernemingen gebruikt voor de verwerkende nijverheid, waarvan 11,5 pct. voor de metaalverwerkende nijverheid.

De ontwikkelingslanden zijn een bevoorrechte bestemming geworden voor arbeidsintensieve investeringen. Dit komt tot uiting in het feit dat het aandeel van de werkgelegenheid van de in de ontwikkelingslanden gevestigde dochterondernemingen in de totale werkgelegenheid van de buitenlandse dochterondernemingen van de ingezetenen ondernemingen over het algemeen groter is dan dat van hun omzet. Hoewel de Belgische ondernemingen in 2005 minder *greenfield*-projecten hebben opgezet in de ontwikkelingslanden dan in de ontwikkelde landen, vertegenwoordigden de projecten in de eerstgenoemde landen in datzelfde jaar zowat 60 pct. van de door deze nieuwe investeringen gegenereerde werkgelegenheid. De projecten van de Belgische ondernemingen leverden hoofdzakelijk banen op in China, Latijns-Amerika, Rusland en Noord-Afrika.

Volgens de statistieken van de uitstaande bedragen, waren de dienstverlenende ondernemingen in 2005 goed voor bijna 60 pct. van de Belgische BDI in het buitenland, in het bijzonder de ondernemingen die actief zijn in de dienstverlening aan ondernemingen en in de financiële sector, die onder meer de holdings omvatten. Ook de handel bekleedt een niet onaanzienlijke plaats⁽¹⁾. De verwerkende nijverheid, die haar aandeel in de BDI van de Belgische ondernemingen in het buitenland sedert 1998 ziet teruglopen, vertegenwoordigde slechts iets meer dan een derde van de uitstaande bedragen van de uitgaande BDI van België en een vijfde van de werkgelegenheid van de dochterondernemingen en van hun omzet. De industriële bedrijfstak die het meest investeert in het buitenland is de chemische nijverheid. In deze bedrijfstak waren de *greenfield*-investeringen in het buitenland arbeidsintensiever dan die in België. Bij de andere industriële bedrijfstakken worden arbeidsintensieve *greenfield*-investeringen opgetekend in de voedingsnijverheid, de textiel-, de rubber- en kunststofnijverheid en de overige niet-metaalhoudende producten.

De BDI in de ontwikkelde landen, die het meest omvangrijk blijven in het geheel van de investeringen van de Belgische ondernemingen in het buitenland, lijken hoofdzakelijk te worden ingegeven door het streven naar een aanwezigheid op bloeiende markten, onder meer via fusies en overnames.

Wat betreft de factoren die de ondernemingen in België, net als in een groot aantal landen van de EU-15, ertoe kunnen aanzetten te investeren in opkomende landen zoals China, Rusland en de landen die sedert 2004 tot de EU zijn toegetreden, dient eveneens het belang te worden onderstreept van de determinanten die eigen zijn aan *market-seeking*-investeringen. Deze landen, die tijdens de voorgaande jaren een hoger dan gemiddelde groei lieten

optekenen, bieden immers ook voor de jaren 2007-2011 goede groeivoorzichten, die beter blijven dan in de rest van de wereld.

Behalve door de afzetmogelijkheden, kunnen de BDI naar deze landen eveneens worden ingegeven door argumenten inzake *efficiency-seeking*, hoofdzakelijk omdat de arbeidskosten in de opkomende landen duidelijk lager zijn dan in de ontwikkelde landen. De structuur van de BDI van België lijkt erop te wijzen dat de investeringen die een kostenvermindering beogen op dit ogenblik slechts een relatief gering aandeel uitmaken. Landen met lage loonkosten vertegenwoordigen vooralsnog immers een vrij beperkt gedeelte van de werkgelegenheid en de omzet van de in het buitenland gevestigde dochterondernemingen. Dit suggereert dat de omvang van de BDI die worden ingegeven door de verplaatsing van activiteiten naar die landen beperkt blijft. Daarbij moet echter worden aangestipt dat de statistieken inzake de BDI geen informatie verschaffen over die andere manier om te delokaliseren, namelijk via internationale toelevering.

4. Structuur van de buitenlandse investeringen in België

De structuur naar bedrijfstak van de BDI in België is vrij vergelijkbaar met die van de BDI van België in het buitenland, wat onder meer toe te schrijven is aan de omvang van de kruiselingse participaties tussen ondernemingen die tot dezelfde internationale groepen behoren. Aldus zijn de BDI van de buitenlandse ondernemingen in België, net als in de andere ontwikkelde landen, voornamelijk toegespitst op de dienstenbranches. In het bijzonder, maken de diensten aan ondernemingen niet minder dan 22 pct. van de BDI-instroom uit, zelfs als de coördinatiecentra buiten beschouwing worden gelaten. Die bedrijfstak wordt, in afnemende omvang, gevolgd door de branches handel, financiële dienstverlening, en vervoer en communicatie. De verwerkende nijverheid trekt dan weer een derde van de BDI-instroom aan. Op grond van de statistieken die enkel de buitenlandse dochterondernemingen betreffen, kan echter worden vastgesteld dat die bedrijfstak ongeveer de helft van de daardoor gegenereerde economische activiteit voor zijn rekening neemt.

Vergeleken met de andere ontwikkelde landen zijn de bedrijfstakken chemie, productie van elektriciteit, gas en water, handel, vervoer en communicatie en diensten aan ondernemingen sterker vertegenwoordigd in de BDI die

(1) Het aandeel van de handel in de statistieken met betrekking tot de dochterondernemingen is sedert 2005 toegenomen als gevolg van het in aanmerking nemen van ondernemingen in de Verenigde Staten die in handen zijn van een Belgische distributiegroep.

TABEL 4 UITSPLITSING NAAR BEDRIJFSTAK⁽¹⁾ VAN DE DIRECTE INVESTERINGEN IN 2005
(procenten van het totaal)

	Uitstaande bedragen aan directe investeringen			Omzet		Werkgelegenheid	
	Van België in het buitenland ⁽²⁾	Van het buitenland in België ⁽²⁾	<i>p.m. BDI in de ontwikkelde landen in 2004</i>	Dochter- onder- nemingen van Belgische bedrijven in het buitenland	Dochter- onder- nemingen van buitenlandse bedrijven in België	Dochter- onder- nemingen van Belgische bedrijven in het buitenland	Dochter- onder- nemingen van buitenlandse bedrijven in België
Landbouw, jacht, bosbouw	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Extractieve nijverheid	1,8	3,6	3,5	1,7	0,1	2,7	0,2
Verwerkende nijverheid	34,2	33,6	32,7	22,4	54,2	24,1	51,2
Landbouw- en voedingsnijverheid	5,2	3,3	3,2	3,5	4,2	2,4	4,6
Chemische nijverheid, rubber en kunststoffen ..	11,3	14,4	9,4	6,9	13,5	7,7	13,1
Ijzer- en staalnijverheid	1,9	2,7	2,4	2,7	5,0	3,1	7,3
Vervaardiging van machines, apparaten en werktuigen	0,6	0,9	2,2	3,6	2,0	4,2	3,9
Vervaardiging van elektrische en elektronische apparaten	0,6	0,8	3,5	1,8	1,8	2,8	4,1
Vervaardiging van transportmiddelen	0,2	0,7	3,8	0,7	6,9	0,7	10,8
Overige verwerkende nijverheid	14,4	10,8	8,2	3,2	20,7	3,1	7,4
Bouwnijverheid	0,4	0,4	0,8	0,9	0,5	3,5	1,4
Productie en distributie van elektriciteit, gas en water	4,0	4,5	2,3	1,1	0,4	0,2	0,1
Diensten	58,9	57,1	59,8	73,2	44,8	69,0	47,1
Handel en reparaties	9,0	15,0	11,7	40,7	34,3	44,9	15,7
Vervoer en communicatie	6,7	7,4	5,0	3,0	4,3	3,2	5,4
Financiële dienstverlening	10,1	11,5	20,6	16,4	0,5	5,8	0,9
Onroerende goederen, verhuur en diensten aan ondernemingen	32,1	22,2	14,3	12,4	5,2	13,6	21,7
Overige diensten	1,0	0,9	8,2	0,8	0,5	1,6	3,3
Onbepaalde activiteiten of andere	0,5	0,5	0,8	0,6	0,0	0,5	0,0
Totaal	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Bronnen: UNCTAD, NBB.

(1) De uitsplitsing is gemaakt op basis van de bedrijfstakken van de ingezeten ondernemingen.

(2) Met inbegrip van het eigen vermogen dat wordt aangehouden via indirecte banden, exclusief coördinatiecentra.

België ten goede kwamen. Daarentegen blijken de BDI in België ondervertegenwoordigd te zijn in onder meer de vervaardiging van machines, apparaten en werktuigen, de vervaardiging van transportmiddelen, de financiële dienstverlening en de bouwnijverheid. Het aandeel van de fabricage-activiteiten is evenwel groter wanneer wordt uitgegaan van de statistieken over de dochterondernemingen. De vervaardiging van transportmiddelen, meer bepaald de autoassemblage, verschaft in 2005 bijvoorbeeld bijna 11 pct. van de werkgelegenheid in de dochterondernemingen van buitenlandse bedrijven in België.

De gegevens van Locomonitor over de *greenfield*-investeringen die tussen januari 2002 en februari 2007 in de landen van de EU plaatsvonden, bevestigen grotendeels de sectorale troeven en zwakke punten van België die blijken uit de samenstelling van de BDI, en maken het mogelijk de diagnose te verfijnen, onder meer door deze te staven met een uitsplitsing van de projecten naar activiteitstype. Die gegevensbank telt 521 *greenfield*-projecten in België over de beschouwde periode, op een totaal van 17.032 projecten voor de EU als geheel. België heeft dus 3,1 pct. van de in de EU inkomende projecten aangetrokken, terwijl het aandeel van de Belgische bevolking slechts 2,1 pct. bedraagt.

TABEL 5 UITSPLITSING VAN DE IN DE EU TUSSEN JANUARI 2002 EN FEBRUARI 2007 GEREALISEERDE GREENFIELD-PROJECTEN NAAR BEDRIJFSTAK EN NAAR ACTIVITEITSTYPE

(percentage van elk land in het totaal van de EU, tenzij anders vermeld)

	België	Vijf buurlanden	Twaalf nieuwe EU-lidstaten	<i>p.m.</i> Gewicht van de bedrijfstak of het activiteitstype in de EU
Per bedrijfstak				
Industrie	3,3	31,6	41,5	59,7
waarvan:				
Chemie, kunststof- en rubbernijverheid	7,8	39,0	29,2	4,7
Biowetenschappen	4,4	43,2	18,4	4,9
Vervaardiging van transportmiddelen	4,1	27,6	50,5	9,3
Zware industrie	3,1	34,8	42,9	10,4
Lichte industrie	2,5	31,6	40,4	10,0
Voedingsnijverheid	2,2	19,6	55,1	8,2
Elektronische nijverheid	2,1	36,0	40,6	7,1
Consumptiegoederen	1,8	27,7	37,5	5,1
Diensten	2,7	42,8	27,9	40,3
waarvan:				
Logistiek en distributie	7,0	38,9	30,3	3,8
Informatie- en communicatietechnologieën (ICT)	2,8	54,1	16,4	15,8
Financiële diensten en diensten aan ondernemingen	2,7	43,2	27,4	12,1
Vastgoed, toerisme en recreatie	0,8	22,8	48,9	8,5
Totaal	3,1	36,1	36,0	100,0
Naar activiteitstype				
Logistiek en distributie	7,8	37,8	32,7	6,3
Tests en experimenten	4,2	39,4	28,2	0,4
Opleiding	4,1	52,7	24,3	0,4
R&D	3,6	42,2	21,3	4,6
Centrum voor klantenondersteuning	3,6	47,7	18,6	1,6
Productie van de verwerkende nijverheid	3,6	26,6	52,4	26,6
Beslissingscentra	3,5	62,3	7,3	4,0
Verkoop, marketing en ondersteuning	3,0	55,0	17,8	18,1
Internet- of ICT-infrastructuur	2,9	37,7	29,5	1,2
Centrum voor technische ondersteuning	2,9	38,5	33,7	0,6
Diensten aan ondernemingen	2,9	43,9	26,7	10,6
Elektriciteit	2,4	34,5	33,9	1,0
Gemeenschappelijke dienstencentra	1,9	19,6	50,6	0,9
Onderhoudsdiensten	1,5	42,3	39,4	0,8
Detailhandel	1,3	22,2	42,7	17,2
Mijnbouw	0,8	24,2	39,5	0,7
Bouw	0,7	17,8	59,3	4,8
Totaal	3,1	36,1	36,0	100,0
<i>p.m. Bevolking</i>	2,1	47,3	21,2	

Bron: Locomonitor.

Gelet op het feit dat het aantal *greenfield*-investeringen wordt geïnventariseerd op basis van hun reële impact op de economie, blijkt de verwerkende nijverheid er sterker vertegenwoordigd dan in de aggregaten betreffende de uitstaande bedragen aan BDI, die ook de banden van financiële aard omvatten. Zo was, voor de EU als geheel, bijna 60 pct. van de aangevatte projecten gericht op de industrie, terwijl de zowat 40 pct. overige projecten leidden tot het verlenen van diensten.

In de dienstensector heeft België slechts 2,7 pct. van de instroom van *greenfield*-projecten in de EU aangetrokken. België is ondervertegenwoordigd in vastgoed, toerisme en recreatie, een activiteit waarvoor het over minder natuurlijke troeven beschikt dan de Europese lidstaten ongerekend de buurlanden, maar ook, zij het in mindere mate, in de financiële dienstverlening en de diensten aan ondernemingen en in de informatie- en communicatietechnologieën. De twee laatstgenoemde zwakke punten van België stemmen overeen met de troeven van de vijf beschouwde buurlanden samen. Daarentegen vormen de logistiek en de distributie, activiteiten die samenhangen met de vervoers- en communicatiediensten, een troef voor België.

Wat de verwerkende nijverheid betreft, kwam 3,3 pct. van de instroom van *greenfield*-projecten in de EU naar België. Ons land is vooral gespecialiseerd in de chemie, met inbegrip van kunststof en rubber, in de biowetenschappen, alsook in de vervaardiging van transportmiddelen. Voor de meeste van die activiteiten, in het bijzonder de autoassemblage, werpen de Centraal-Europese landen Hongarije, Polen, Slowakije en Tsjechoezie zich op als ernstige concurrenten. België is daarentegen ondervertegenwoordigd in *greenfield*-projecten in bedrijfstakken als de productie van consumptiegoederen, elektronica en, in mindere mate, de voedingsnijverheid.

Logistiek en distributie is het activiteitstype waarin België veruit het meest gespecialiseerd is. Niet minder dan 7,8 pct. van de in de EU gerealiseerde *greenfield*-projecten in deze categorie werd in België gerealiseerd. Voor deze activiteiten wordt een toenemende penetratie opgetekend van een aantal Centraal-Europese landen, zoals Polen en Hongarije.

Net als de vijf buurlanden in hun geheel, is België bovendien vrij gespecialiseerd in diverse ondersteunende activiteiten met een hoge toegevoegde waarde, zoals het testen van producten, opleiding, klantenondersteuning, R&D en beslissingscentra. Het aandeel van de in België gerealiseerde projecten van de productie van de verwerkende nijverheid (3,6 pct.) ligt eveneens hoger dan het Belgische aandeel in het geheel van de *greenfield*-

projecten. Die sterkte onderscheidt België van zijn vijf buurlanden. In de meeste landen die sedert 2004 tot de EU zijn toegetreden, daarentegen, is de productie van de verwerkende nijverheid de overheersende activiteit. Alles bij elkaar genomen hebben die nieuwe lidstaten van de EU meer dan de helft van de *greenfield*-projecten binnengehaald die betrekking hebben op de productie van goederen, terwijl hun aandeel in het geheel van de *greenfield*-projecten slechts 36 pct. belooft.

De activiteiten waarin België ondervertegenwoordigd is, omvatten de bouw, de mijnbouw, de detailhandel, de onderhoudsdiensten en de gemeenschappelijke dienstencentra. Te noteren is ook dat België, in tegenstelling tot zijn vijf buurlanden, niet gespecialiseerd is in verkoop, marketing en ondersteuning.

Hoewel de bedrijfsleiders volgens opiniepeilingen zoals de Attractiviteitsbarometer van Ernst & Young (2006) eveneens van oordeel zijn dat België relatief aantrekkelijk is voor activiteiten zoals opslag en logistieke centra, hoofdkwartieren, R&D-centra en administratieve en boekhoudkundige backoffices, blijkt het vermogen van België om productievevestigingen van de verwerkende nijverheid aan te trekken niet overeen te stemmen met de door de bedrijfsleiders in deze enquêtes geformuleerde opinies. Die paradox zou gedeeltelijk kunnen worden toegeschreven aan het feit dat de in België gerealiseerde *greenfield*-projecten in de meeste gevallen betrekking hebben op de uitbreiding van bestaande activiteiten en in mindere mate op de vestiging van nieuwe eenheden. Volgens Ernst & Young en Amcham Belgium (2005) is het imago van België overigens positiever bij bedrijfsleiders die reeds in het land verblijven dan bij diegenen die elders actief zijn.

De analyse van de in België en in de overige landen van Europa gerealiseerde *greenfield*-projecten levert nog andere informatie op. Ten eerste is het aantal per project gecreëerde banen in België relatief klein, vooral in vergelijking met de landen van Centraal- en Oost-Europa die in 2004 en 2007 tot de EU zijn toegetreden, alsook in vergelijking met Rusland. Die eigenschap deelt België met andere landen waar de uurloonkosten hoog zijn, zoals Frankrijk, de Scandinavische landen en Zwitserland. Uit gegevens van Ernst & Young blijkt dat deze geringere banencreatie in België vooral het gevolg is van de beperkte omvang van de investeringen, aangezien de per project geïnvesteerde bedragen bijzonder laag zijn, in tegenstelling tot in de meeste grote Europese landen. Daar staat tegenover dat per geïnvesteerd miljoen euro meer dan 1.000 banen zouden worden gecreëerd, een resultaat dat enkel wordt verbeterd door de Centraal- en Oost-Europese landen en Ierland.

5. Aantrekkelijkheid van België inzake BDI

Om te achterhalen waarom ondernemingen BDI in België verrichten, moeten we eerst uitzoeken waarom ze in Europa investeren. Zoals onder meer is gebleken uit de boordtabel van de aantrekkelijkheid van Europa, die gezamenlijk werd samengesteld onder auspiciën van het Agence française pour les investissements internationaux en Invest in Germany (2007), vindt de aantrekkingskracht van Europa voor de BDI voornamelijk zijn grondslag in de omvang van zijn economie. De EU is vandaag de dag immers de grootste markt ter wereld, vóór de Verenigde Staten, Japan, China of India. De Europese markt heeft een hoog integratieniveau bereikt, en het nationaal inkomen van de EU is bijzonder hoog. Bovendien worden zijn transportinfrastructuren beschouwd als de beste ter wereld, en zijn ook de telecommunicatie-infrastructuren er efficiënt. Tot slot zijn de arbeidskrachten er productief en hooggeschoold, en is het sociaal klimaat er globaal genomen veeleer rustig.

Aangezien de Europese markt kan worden bediend vanuit elk willekeurig land van de EU, komt het er in deze context voor België op aan zich van die landen te onderscheiden om zijn aantrekkingskracht inzake BDI te consolideren.

Volgens de resultaten van een onderzoek dat werd uitgevoerd door het adviesbureau Ernst & Young (2006), zijn de belangrijkste criteria in de ogen van de bedrijfsleiders van operationele aard, en is het voor deze categorie van criteria dat België het meest wordt gewaardeerd in vergelijking met de andere landen van de EU. Zij omvatten onder meer de nabijheid van de markten, de kwaliteit van de infrastructuur en de kwaliteit van de arbeidskrachten.

De centrale ligging van België is een troef omdat een zeer ruime markt, die betrekking heeft op een van de meest ontwikkelde gebieden van Europa met bijgevolg een hoge koopkracht, zich binnen een straal van 3 uur over de weg bevindt. Volgens Cushman & Wakefield (2006, op. cit.)⁽¹⁾ blijft België al met al het land waar de toegankelijkheid van de markt het grootst blijft. De uitbreiding van de EU, vooral naar het oosten, heeft de kaarten echter enigszins door elkaar geschud. Volgens onze berekeningen, die gebaseerd zijn op de door het CEPII⁽²⁾ ontwikkelde indicator van de marktnabijheid, zou België immers nog slechts op de elfde plaats staan, net na Nederland, als men rekening houdt met alle bilaterale betrekkingen tussen de landen van de EU en van twee ontwikkelde landen die zich in de buurt van dit gebied bevinden, te weten Zwitserland en Noorwegen, en eveneens rekening houdend met de aanwezigheid van verscheidene economische activiteitscentra

in een aantal landen. De landen met de beste toegang tot de aldus gedefinieerde Europese markt zijn, in volgorde, Tsjechië, Oostenrijk en Duitsland. De verschillen tussen de twaalf als eerste gerangschikte landen blijken echter niet groot te zijn. In tegenstelling tot sommige van die landen heeft België bovendien het voordeel dat het beschikt over zeehavens, hetgeen de handelsbetrekkingen buiten het eurogebied kan stimuleren.

De vrij gunstige geografische ligging van België is de belangrijkste reden waarom het land wordt aangemerkt als het meest aantrekkelijke land voor de transport- en logistieke activiteiten, waarbij een andere bepalende factor de dichtheid en kwaliteit van de transportinfrastructuur is. Deze laatste factor wordt door het merendeel van de bedrijfsleiders ook als een zeer belangrijke factor in hun vestigingskeuze beschouwd. Volgens het Institute for Management Development (IMD, 2006) heeft België met name het meest dichte wegennet van de beschouwde EU-landen, en na Tsjechië het meest dichte spoorwegennet van diezelfde groep landen. Globaal genomen wordt de kwaliteit van de infrastructuur gunstig gewaardeerd, hoewel de verkeersdruktes⁽³⁾ een reëel probleem vormt en de beschikbaarheid van de internationale luchtvaartverbindingen⁽⁴⁾ – onder meer naar de Verenigde Staten – minder groot lijkt dan in de drie belangrijkste buurlanden en het Verenigd Koninkrijk.

Het eveneens operationele criterium waarvoor België relatief het beste scoort bij de door Ernst & Young onderzochte bedrijfsleiders, is de kwaliteit van zijn telecommunicatie-infrastructuur. Dit resultaat is des te interessanter, omdat het één van de vijf beslissingscriteria betreft die het vaakst in aanmerking worden genomen bij de keuze van een vestigingsplaats. Deze beoordeling is evenwel in tegenspraak met de resultaten van de indicatoren van het WEF en het IMD die België – over het algemeen genomen – eerder in de middenmoot van de EU-landen situeren.

Daarentegen wordt de kwaliteit van de arbeidskrachten in België – een criterium dat ook door de meesten als zeer belangrijk wordt bestempeld – zowel in de enquêtes gewaardeerd als bevestigd door de statistieken over de onderwijsstelsels, althans als men het land als geheel beschouwt.

(1) Cushman & Wakefield (2006, op. cit.) stelt een rangschikking op voor vijftien landen (de vijftien eerste lidstaten van de EU met uitzondering van Griekenland, Finland, Denemarken en Luxemburg en Tsjechië, Polen, Hongarije evenals Rusland) op basis van de volgende criteria, in afnemende volgorde van hun gewicht: de makkelijke toegang tot de markten, de kwaliteit van het transportsysteem (dichtheid, verkeersdruktes, vrachtovervoer), de opslag-, kantoor- en arbeidskosten; het aanbod van bedrijfsgebouwen en handelsterreinen.

(2) Zie Mayer en Zignano (2006) voor een methodologische toelichting en een voorstelling van de gegevens.

(3) België staat op een schamele elfde plaats op vijftien in de door Cushman & Wakefield (2006, op. cit.) voor dit criterium opgestelde rangschikking.

(4) Cf. Amcham Belgium (2005).

TABEL 6 CRITERIA VOOR DE LOKALISERING VAN DE INVESTERINGEN: RELEVANTIE EN POSITIE VAN BELGIË

	Aandeel van de bedrijfsleiders dat het criterium als zeer belangrijk beschouwt (in procenten)	Aard van het criterium	Plaats van België in de Europese rangschikking ⁽¹⁾
Transport- en logistieke infrastructuur	54	operationeel	6
Loonlasten en -kosten	52	financieel	18
Mogelijkheden tot verbetering van de productiviteit	48	financieel	15
Telecommunicatie-infrastructuur	48	operationeel	5
Duidelijkheid en stabiliteit van de wetgevende en administratieve omgeving	47	omgeving	8
Fiscale lasten op de onderneming	46	financieel	16
Scholingsgraad van de arbeidskrachten	45	operationeel	6
Aanwezigheid van een lokale markt	44	operationeel	10
Gemiddelde van de operationele criteria	42	operationeel	8
Flexibiliteit van het arbeidsrecht	41	operationeel	10
Stabiliteit van de omgeving en van het sociale klimaat	40	omgeving	10
Gemiddelde van de financiële criteria	35	financieel	13
Gemiddelde van de omgevingscriteria	34	omgeving	9
Specifieke expertise van het land of van het gebied	33	omgeving	9
Beschikbaarheid en prijzen van terreinen, reglementering	31	operationeel	n.
R&D, beschikbaarheid en kwaliteit van de centra	29	operationeel	12
Taal, cultuur en waarden	29	omgeving	8
Sociale stelsels voor de internationale kaderleden en hoofdzetels	27	financieel	8
Overheidssteun, subsidies en begeleidende maatregelen	24	financieel	10
Lidmaatschap van het eurogebied	23	financieel	ja
Levenskwaliteit	23	omgeving	8
Nabijheid van de financiële investeerders	22	financieel	8

Bronnen: Ernst & Young Europe en België (2006).

(1) De twintig beschouwde landen omvatten de vijftien eerste lidstaten van de EU met uitzondering van Griekenland, Finland en Luxemburg, en Polen, Tsjechië, Slowakije, Hongarije, Roemenië en Bulgarije, evenals Rusland en Zwitserland.

De flexibiliteit van het arbeidsrecht wordt door de bedrijfsleiders als vrij belangrijk beschouwd bij de keuze van een vestigingsplaats. Op dit vlak krijgt de situatie van België een gemengde beoordeling. Ongetwijfeld is dit het gevolg van enerzijds de indruk van een grote rigiditeit op de arbeidsmarkt zoals die naar voren komt uit een aantal enquêtes, en anderzijds de vaststelling, onder meer door de Wereldbank (2006), dat er een vrij grote soepelheid bestaat, bijvoorbeeld inzake arbeidstijden, de moeilijkheid om personeel aan te werven en te ontslaan, en de ontslagkosten uitgedrukt in aantal weken loon, in het bijzonder in vergelijking met de overige landen van de EU.

Een andere operationele factor die de aantrekkelijkheid van België met name voor de logistieke activiteiten verhoogt, is de kostprijs en de beschikbaarheid van gebouwen en terreinen. Op het vlak van huurprijzen voor opslagruimtes behoort België volgens Cushman & Wakefield (2006, op. cit.) blijkbaar tot de goedkoopste landen die werden onderzocht.

Het criterium kwaliteit en beschikbaarheid van R&D oogst bijval bij de bedrijfsleiders in de bedrijfstakken waarvoor research van essentieel belang is, maar wordt minder hoog ingeschat door de bedrijfsleiders voor alle bedrijfstakken samen. België heeft voor deze factor blijkbaar een minder goed imago, dat nu ook wordt

bevestigd door kwantitatieve indicatoren op het gebied van innovatie. Als gevolg van een daling van zijn score en rangschikking tussen 2005 en 2006 behoort België aldus nog maar tot de middenmoot, zowel volgens de voor de EC opgestelde boordtabel inzake innovatie⁽¹⁾ als volgens de innovatie-indicator van het Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung⁽²⁾ (DIW). Door deze slechte prestatie scoort België onder het gemiddelde van de EU-15. Volgens de boordtabel inzake innovatie staat België echter nog steeds ver boven het gemiddelde van de EU, vermits het elk van de twaalf nieuwe lidstaten voorafgaat. De achteruitgang van ons land is het gevolg van een minder gunstige beoordeling van zijn researchinspanningen. Zo is bijvoorbeeld het aandeel van de R&D-uitgaven in het bbp volgens de Eurostat-gegevens⁽³⁾ gedaald van 2,08 pct. in 2001 tot 1,82 pct. in 2005, terwijl dit aandeel slechts is teruggelopen van 1,88 tot 1,84 pct. in de hele EU.

De bedrijfsleiders hechten evenveel belang aan de twee andere grote categorieën van selectiecriteria voor een vestiging, namelijk de financiële criteria en de omgevingscriteria. Circa 35 pct. onder hen vinden dit zeer belangrijke criteria.

In de categorie financiële criteria ziet men op het gebied van de beslissing van de plaats van investering een grote verscheidenheid in de belangrijkheid tussen elementen zoals loonkosten, potentiële productiviteitswinsten of fiscale lasten op de onderneming, die door de helft van de respondenten als zeer belangrijk worden beschouwd, andere elementen zoals overheidssteun, die als vrij belangrijk wordt bestempeld en, ten slotte, de nabijheid van de financiële investeerders, die niet belangrijk wordt geacht.

België is een van de slechtst geplaatste landen op het gebied van loonkosten en vooruitzichten op productiviteitswinsten. De negatieve beoordeling van het loonkostenniveau wordt bevestigd door de beschikbare kwantitatieve gegevens, waar België behoort tot de vijf landen met de hoogste uurloonkosten in de EU, hoofdzakelijk als gevolg van de indirecte componenten van de arbeidskosten, met name de sociale bijdragen maar ook de premies en het vakantiegeld. Deze nadelige positie wordt minstens gedeeltelijk gecompenseerd door het hoge productiviteitspeil, met name in de industrie. Volgens de bedrijfsleiders zijn de vooruitzichten inzake extra productiviteitswinsten in België daarentegen minder gunstig.

Wat de financiële criteria betreft bengelt België ook achteraan het Europese peloton inzake de belastingdruk op de ondernemingen⁽⁴⁾. Hoewel volgens Amcham Belgium (2005) de vergelijking met de belangrijkste vier buurlanden leidt tot een negatievere perceptie voor de personenbelasting dan voor de vennootschapsbelasting, ligt het

nominaal tarief van de vennootschapsbelasting in België hoger dan het gemiddelde van de EU. Het werd in 2003 weliswaar verlaagd van 40,17 pct. tot 33,99 pct., maar is ook in vele andere EU-landen gedaald en sommige landen - soms dezelfde - overwegen nieuwe verlagingen. Uiteindelijk telt het reële tarief van de vennootschapsbelasting. In dat opzicht was het Belgisch belastingstelsel voor bepaalde activiteiten lange tijd voordeliger vanwege het statuut van de coördinatiecentra. Dit stelsel zal tegen 2010 definitief afgeschaft zijn, maar andere stelsels werden ingevoerd teneinde België fiscaal aantrekkelijker te maken. Het betreft vooral de in 2006 in werking getreden notionele interestaftrek⁽⁵⁾ op een gedeelte van het eigen vermogen. Een ander belangrijk facet voor de ondernemingen is de waarborg van een voorspelbare belastingdruk. België heeft in dat verband rulling-formules uitgewerkt. In 2005 werd de efficiëntie hiervan echter minder gunstig gewaardeerd door de bedrijfsleiders die door Amcham Belgium (2005, op. cit.) werden onderzocht dan de stelsels die in Nederland en het Verenigd Koninkrijk van toepassing zijn.

België staat in de rangschikking iets boven het gemiddelde van de Europese landen op het gebied van de beoordeling van de bedrijfsleiders inzake de omgevingscriteria, die verband houden met de algemene voorwaarden die de bedrijfsvoering bepalen zonder directe invloed op de kosten of de activiteit (bijv. het regelgevende kader) of met de zogenaamde zachte waarden zoals de levenskwaliteit. Deze beoordeling geldt voor elk van de beschouwde criteria, zijnde de duidelijkheid en stabiliteit van de politieke, wetgevende en administratieve omgeving, de stabiliteit van de omgeving en van het sociale klimaat, de beschikbaarheid van een specifieke expertise, de taal, cultuur en waarden, evenals de levenskwaliteit.

Het regelgevende kader wordt door de bedrijfsleiders vaak iets negatiever beoordeeld dan het in werkelijkheid is volgens een onderzoek van de economische reglementering op basis van specifieke gevallen en kwantitatieve variabelen (Wereldbank, 2006, op. cit.) of op basis van een uitvoerige vragenlijst bij de nationale administraties (OESO, 2005 en Conway et al., 2005).

(1) Cf. Pro Inno Europe (2007).

(2) Volgens het DIW (2006), is de genormaliseerde score van België (Verenigde Staten = 7) de score die het sterkst is gedaald onder de landen die reeds voorkwamen in de eerste rangschikking uit 2005. Zij daalde immers van 4,21 tot 3,75, terwijl voor de meeste landen een lichte stijging werd opgetekend. Hierdoor is België, dat op de zevende plaats stond onder de elf onderzochte EU-landen in 2005, voorbijgestoken door Nederland en Oostenrijk. Ons land bekleedt nu de negende plaats op twaalf, Ierland, dat er in 2006 werd aan toegevoegd, scoort slechts 3,58.

(3) Voorlopige cijfers voor 2005.

(4) Voor een meer uitvoerige beoordeling van de recente tendensen inzake vennootschapsbelastingen in België en in de Europese Unie, zie het aan dit onderwerp gewijde artikel in dit nummer van het Tijdschrift.

(5) Voor een uitvoeriger uitleg van dit stelsel en de gevolgen ervan wordt verwezen naar kader 17 van het Jaarverslag 2006 van de Bank.

Conclusie

België, dat van oudsher directe-investeringsrelaties onderhoudt met het buitenland, neemt volop deel aan de toenemende internationalisering van de economie. De verhouding tussen de stromen van en uitstaande bedragen aan BDI en het bbp is er aanzienlijk hoger dan in de andere ontwikkelde landen, waaronder de meeste van zijn voornaamste buurlanden. Die grotere aanwezigheid van buitenlandse actoren weerspiegelt zowel zijn rol als financiële draaischijf, met name via de coördinatiecentra, als zijn positie van kleine open economie in een Europese Unie waarvan de eenmaking veel eerder gestart is en verder gegaan is dan in andere vrijhandelszones.

De voorbije tien jaar zijn de BDI van België voortdurend en sneller gestegen dan de binnenlandse economische activiteit. Hoewel de BDI-uitstromen, net als in andere ontwikkelde landen, vooral gericht zijn op ontwikkelingslanden, in een streven naar nieuwe afzetmarkten en een vermindering van de kosten, meer in het bijzonder voor arbeidsintensieve activiteiten, blijft het merendeel ervan echter geconcentreerd in de ontwikkelde landen, waaronder de nieuwe lidstaten van de EU. Die kapitaaloverdrachten, deels tot stand gebracht via fusies en overnames, werden vooral verricht door Belgische ondernemingen uit de dienstensector.

Tijdens dezelfde periode lijkt de BDI-instroom iets minder snel gestegen te zijn. In termen van uitstaande bedragen, is hij in het begin van de jaren 2000 zelfs stabiel gebleven. Het belang van de buitenlandse investeringen in de Belgische economie blijft evenwel significant en de recente dynamiek van de BDI-stromen in België was minstens even gunstig als in de andere Europese landen als geheel en, met name, in de buurlanden. Het aantal in

België opgezette *greenfield*-projecten vertoonde trouwens een opwaartse tendens, in een tempo dat vergelijkbaar was met dat van de in het geheel van de EU ontwikkelde projecten. De voornaamste troefkaarten van België, in termen van bedrijfstakken, zijn de chemische nijverheid, met inbegrip van de biowetenschappen, alsook vervoer en communicatie, en, in termen van activiteitstype, de logistiek en de distributie. De specialisatie van België in het aantrekken van BDI voor die sectoren en soorten activiteiten komt door de troeven waarop het kan bogen, namelijk zijn ligging in de nabijheid van de markten in Europa, de dichtheid en de kwaliteit van zijn vervoers- en communicatie-infrastructuur, alsook het opleidingsniveau en de productiviteit van de arbeidskrachten.

De voornaamste reden om buitenlandse directe investeringen in België te verrichten lijkt te zijn het inspelen op de Europese markt of althans de meest ontwikkelde kern ervan, waarvan ons land deel uitmaakt. Bij de keuze van de lokalisatie van een project, treedt België in concurrentie met de landen van de EU en in het bijzonder met zijn buurlanden waarvan de economische eigenschappen, met name de levensstandaard, vergelijkbaar zijn. Ten opzichte van de laatstgenoemde, moet België performant zijn wat betreft het geheel van de criteria, met inbegrip van de loonkosten en het belastingstelsel. Met name het verloop van de loonkosten moet stroken met dat van de voornaamste buurlanden. Ten opzichte van de andere landen van de EU, en met name de nieuwe lidstaten waarvan de economische ontwikkeling minder ver gevorderd is, vertoont België een handicap in termen van uurloonkosten maar tegelijkertijd ook een hoog productiviteitspeil en verschillende voordelen inzake omgevingscriteria en operationele criteria, in het bijzonder de kwaliteit van de infrastructuur.

Bibliografie

Agence française pour les investissements internationaux (2006), *Le tableau de bord de l'attractivité de la France*, derde editie, mei.

Agence française pour les investissements internationaux, Invest in Germany, HEC Paris en ESCP-EAP Berlin (2007), *Le tableau de bord de l'attractivité de l'Europe*, maart.

Amcham Belgium (2005), *Survey on US Direct Investment in Belgium, 2004/2005*, mei.

Bureau of Labor Statistics (2006), *International comparisons of hourly compensation costs for production workers in manufacturing in 2005*, Press release, 30 november.

Bureau of Labor Statistics (2007), *International comparisons of manufacturing productivity and unit labor cost trends 2005*, revised, Press release, 22 februari.

Consensus Economics (2006), *Consensus Forecasts global outlook 2006-2016*, oktober.

Conway P., V. Janod en G. Nicoletti (2005), *Product market regulation in OECD countries: 1998 to 2003*, OECD, Economics Department Working Papers 419.

Cushman & Wakefield (2006), *European distribution report 2006*.

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (2006), *Innovationsindikator Deutschland 2006, Politikberatung kompakt*, Forschungsprojekt in Auftrag der Deutsche Telekom Stiftung und des Bundesverbandes der Deutschen Industrie, Berlin, oktober.

Dunning J.H. (1998), *Location and the multinational enterprise: a neglected factor?*, Journal of International Business Studies, 29 (1), 45-66.

Ernst & Young België (2006), *Barometer van de Belgische Attractiviteit in 2006*.

Ernst & Young Europa (2006), *Barometer van de Europese Attractiviteit*.

Hertveldt B., C. Kegels, B. Michel, B. Van den Cruyce, J. Verlinden, F. Verschuere (2005), *Determinanten van internationale lokalisatie, met toepassing op de Agoriabranche*, Federaal Planbureau, working paper 16-05.

IBM - Plant Location International (2006), *Global trends in location selection: final results for 2005*, persvoorstelling, 14 september.

IBM - Plant Location International (2006), *FDI into Belgium 2003-2005: analysis based on their Global Investment Locations Database (GILD)*, persvoorstelling, 15 september.

IMD (2006), *World Competitiveness Yearbook*.

IMF (1993), « *Balance of Payments Manual* ».

Locomonitor (2007), *Foreign Direct Investment in developed Europe* (<http://www.locomonitor.com>).

Mayer Th. en S. Zignano (2006), *Notes on CEPII's distances measures*, 3 mei (www.cepii.fr/francgraph/bdd/distances.htm).

NBB, Belgian Debt Agency en de primary dealers (2007), *Special topic: notional interest and financial choices for firms*, Belgian Prime News No 35.

OESO (2005), *Economische studie: België*, Parijs.

Piette Ch. (2007), *Importance et évolution des investissements directs en Belgique*, NBB, Working Paper 107.

Pro Inno Europe (2007), *European Innovation Scoreboard 2006: comparative analysis of innovation performance*, report prepared by the Maastricht Economic Research Institute on Innovation and Technology (MERIT) and the Joint Research Centre of the EC, januari.

Schröder Ch. (2006), *Industrielle Arbeitskosten im internationalen Vergleich*, IW-Trends, 33 Jahrgang, Heft 3/2006, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, augustus.

Schröder Ch. (2006), *Produktivität und Lohnstückkosten im internationalen Vergleich*, IW-Trends, 33 Jahrgang, Heft 3/2006, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, augustus.

UNCTAD (2006), *World Investment Report 2006*.

Wereldbank (2006), *Doing business 2007*.

World Economic Forum (2006), *The Global Competitiveness Report 2006-2007*.

De afvlakking van de rendementscurve : oorzaken en gevolgen voor het economische beleid

M. Collin⁽¹⁾

Inleiding

De risicoloze-rendementscurve, dat is de grafische voorstelling van het verband tussen de rente en de resterende looptijd van de staatsobligaties, vormt een belangrijke bron van informatie voor de centrale banken. De helling van de rendementscurve – gemeten als het verschil tussen de lange- en de kortetermijnrente – wordt bijvoorbeeld traditioneel beschouwd als een relatief betrouwbare vooruitlopende indicator van de economische activiteit. Zo wordt een inkrimping van het renteverskil gewoonlijk na enkele kwartalen gevolgd door een sterke economische vertraging, terwijl een stijging van dat verschil meestal gepaard gaat met een versnelling van de economische groei. Bovendien verstrekken de langetermijnrendementen aanwijzingen over de inflatieverwachtingen op de lange termijn en zodoende over de geloofwaardigheid van het monetaire beleid.

Sinds medio 2004 vertoont de risicoloze-rendementscurve een aanzienlijke afvlakking in het eurogebied, alsook in andere industrielanden, wat veel vragen doet rijzen omtrent de toekomstige economische ontwikkeling en, in mindere mate, over het verloop van de inflatieverwachtingen. Dit artikel onderzoekt de oorzaken van die afvlakking in het eurogebied en de gevolgen ervan voor het economische beleid. Wegens de omvang van de Amerikaanse financiële markten en de toenemende financiële integratie behandelt dit artikel ook in zekere mate de situatie in de Verenigde Staten.

Het artikel is als volgt opgebouwd. In het eerste deel wordt de huidige situatie beschouwd vanuit een historisch perspectief. In dit deel wordt daarenboven nagegaan in hoeverre de kwaliteit van de rendementscurve als indicator van de toekomstige conjunctuurschommelingen en van de inflatieverwachtingen eventueel werd beïnvloed door de recente ontwikkelingen. Het tweede deel analyseert de verschillende factoren die mogelijk ten grondslag lagen aan de afvlakking van de rendementscurve. Het laatste deel bevat de conclusies.

1. Afvlakking van de rendementscurve

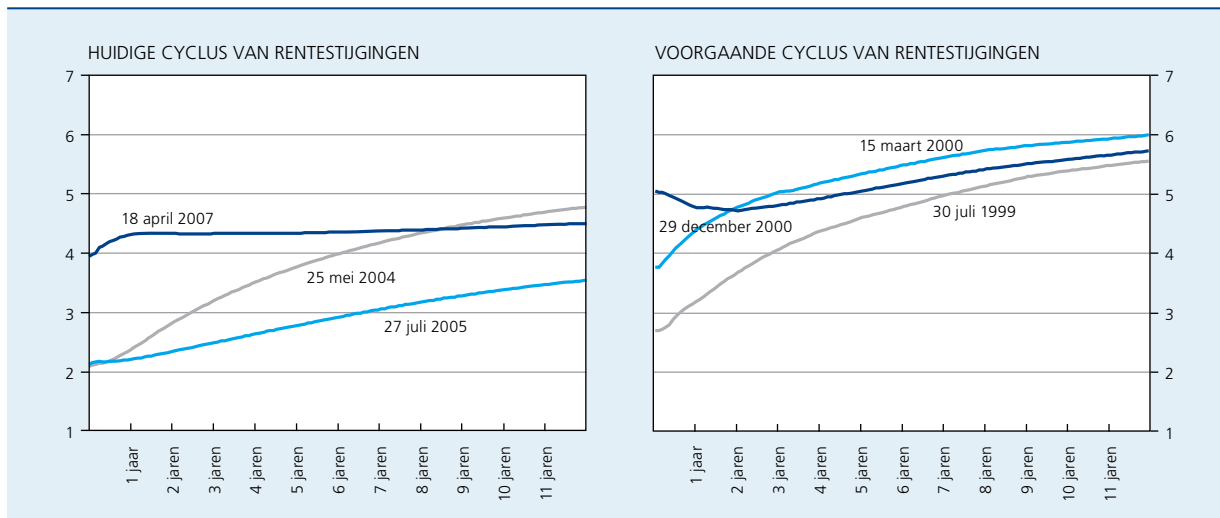
1.1 Historisch perspectief

Sinds medio 2004 wordt in het eurogebied een sterke afvlakking van de rendementscurve opgetekend. Het verschil tussen de tienjaars rente op staatsobligaties in het eurogebied en de driemaands rente (EURIBOR) is aldus teruggelopen van 233 basispunten in juni 2004 tot 28 basispunten in april 2007. Momenteel is de curve nagenoeg vlak, met rentetarieven die, ongeacht hun looptijd, rond de 4 pct. schommelen. Een dergelijke afvlakking is een veeleer zeldzaam verschijnsel, vooral indien de huidige situatie wordt vergeleken met de voorgaande cyclus van rentestijgingen of wordt bekeken vanuit een historisch oogpunt.

Uit een grondiger analyse blijkt dat die afvlakking twee uiteenlopende bewegingen weerspiegelt. Ten eerste vloeit ze voort uit een forse daling van de lange rente tussen

(1) De auteur dankt A. Bruggeman en L. Aucremanne voor hun bijdrage.

GRAFIEK 1 DE RENDEMENTSCURVE IN HET EUROGEBIED
(procentpunten)



Bron : Thomson Financial Datastream.

medio 2004 en medio 2005, een periode waarin de korte rente daarentegen stabiel bleef. De tienjaars rente op staatsobligaties in het eurogebied nam tijdens die periode immers met 119 basispunten af, terwijl de driemaands rente onveranderd bleef, wat leidde tot een sterke afvlakking van de risicoloze-rendementscurve. Ten tweede werd de afvlakking van de rendementscurve in de hand gewerkt door de in december 2005 ingezette verkrapping van het monetaire beleid in het eurogebied. De Raad van Bestuur van de ECB verhoogde de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van 2 pct. in december 2005 tot 3,75 pct. in maart 2007. De lange rente is in die tijdspanne daarentegen slechts met 60 basispunten gestegen.

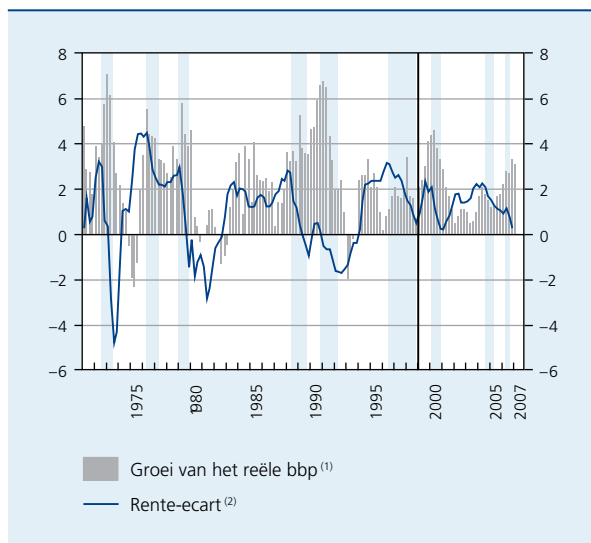
Terwijl de eerste factor veeleer zelden voorkomt, is de tweede daarentegen gebruikelijk. Wanneer de monetaire autoriteiten besluiten de monetaire voorwaarden te verkrappen, onder meer om te reageren op inflatoire spanningen, blijkt vooral de korte rente toe te nemen; de rentetarieven voor langere looptijden stijgen ook, maar in geringere mate. Voor termijnen die verder reiken dan de economische cyclus stemt de verwachte kortetermijnrente immers overeen met de neutrale rente, die nauwelijks varieert in de tijd, zodat de lange rente doorgaans minder volatiel is dan de korte.

Aldus is de curve eveneens afgevlakt tijdens de voorgaande cyclus van monetaire-beleidsverkrapping, die eind 1999 aanving. De afvlakking van de curve in de

opgaande fase van de vorige rentecyclus was echter minder uitgesproken dan die sinds medio 2004. Hoewel de korte rente vergelijkbaar was met het huidige peil, kwam de langetermijnrente in maart 2000 dan ook ruimschoots boven het momenteel opgetekende niveau uit, zodat de helling van de rendementscurve een sterk positief profiel bleef vertonen, ondanks enige cyclische afvlakking. De Raad van Bestuur heeft vervolgens de rentetarieven verder opgetrokken, wat een sterkere afvlakking van de rendementscurve en daarenboven een rente-inversie voor de middellange looptijden veroorzaakte. Uit die inversie van de rentecurve voor de middellange looptijden bleek hoofdzakelijk dat volgens de markten de opwaartse cyclus afgelopen was en dat ze bovendien een versoepeling van de monetaire-beleidskoers verwachtten, die vervolgens ook *de facto* plaatsvond. Voor langere termijnen bleef de rendementscurve echter een opgaand profiel vertonen. Vooral het renteverloop van de langere looptijden was tijdens de huidige rentecyclus anders.

Over een langere periode wordt het verloop van de rendementscurve traditioneel geanalyseerd aan de hand van het verloop van haar helling, die kan gemeten worden als het verschil tussen de tienjaars en de driemaands rente. In het vervolg van dit artikel berust de historische analyse op Duitse gegevens voor de periode die aan de derde fase van de EMU voorafging, en op gegevens betreffende het eurogebied voor die vanaf januari 1999. Het rente-ecart was overwegend positief tijdens de periode van het eerste kwartaal van 1970 tot het eerste kwartaal van 2007 en

GRAFIEK 2 DE RENDEMENTSCURVE EN DE GROEI IN DUITSLAND EN IN HET EUROGEBIED
(procentpunten, tenzij anders vermeld)



Bronnen: BIB, EC, OESO.

- (1) Veranderingspercentages ten opzichte van het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.
(2) Gemeten als het verschil tussen de tienjaars rente op staatsobligaties en de driemaands rente.

bedroeg gemiddeld 105 basispunten. Dit weerspiegelt het feit dat beleggers gewoonlijk een hoger rendement eisen voor langerlopende beleggingen, wegens het risico dat hieraan verbonden is (zie kader 1 voor nadere informatie). De helling van de rendementscurve gaf niettemin aanzienlijke schommelingen rond dat gemiddelde te zien. Zo kunnen negen periodes met een forse daling van het rente-ecart worden onderscheiden, waarvan de laatste twee samenvallen met de periodes waarin de

reeds beschreven huidige afvlakking plaatsvond. In het verleden werden de periodes met een afvlakking van de rendementscurve over het algemeen gevolgd door een forse vertraging van de economische activiteit. Vooral de periodes die worden gekenmerkt door een inversie van de rendementscurve gingen doorgaans, na vier tot zes kwartalen, gepaard met een recessie.

De rendementscurve wordt immers algemeen beschouwd als een relatief betrouwbare vooruitlopende indicator van de economische activiteit in tal van geïndustrialiseerde economieën, zoals de Verenigde Staten, Duitsland maar ook het eurogebied als geheel⁽¹⁾. De onlangs waargenomen aanzienlijke daling van het renteverskil kan derhalve de voorbode zijn van een belangrijke conjunctuurvertraging. Dit verklaart waarom dat verschijnsel zoveel vragen deed rijzen over de economische vooruitzichten in het eurogebied, maar ook in de Verenigde Staten, waar de rendementscurve momenteel invers is.

Zoals in kader 1 wordt uiteengezet, is de rendementscurve vooral informatief voor de toekomstige economische schommelingen doordat ze de verwachte rentetarieven op korte termijn omvat, die op hun beurt de verwachtingen van de economische subjecten omtrent de toekomstige economische activiteit weerspiegelen. De signalen die de rendementscurve verschaft, kunnen echter worden verstoord door een significante verandering van de risicopremie. Het is dus belangrijk de sleutelfactoren te begrijpen die ten grondslag liggen aan het verloop van de rendementscurve alsook, in het bijzonder, aan het lage peil van de lange rente.

(1) Zie, onder meer, Ang et al. (2006), ECB (2006), Kremer en Werner (2006).

Kader 1 – De theorie van de verwachtingen omtrent de termijnstructuur van de rente

Volgens de theorie van de verwachtingen omtrent de termijnstructuur van de rente kan het rendement van een staatsobligatie met een looptijd N (I^N) worden beschouwd als het verwachte rendement van een opeenvolging van N kortlopende obligaties (I^1), vermeerderd met een risicopremie (RP^N), die eigen is aan de looptijd van de obligatie.

$$I_t^N = \frac{1}{N} \left[I_t^1 + \sum_{i=1}^{N-1} E_t(I_{t+i}^1) \right] + RP_t^N$$



Het bestaan van een risicopremie wijst erop dat de beleggers doorgaans risico-avers zijn, wat betekent dat ze relatief veilige beleggingen verkiezen boven riskantere. Om in meer risicodragende beleggingen te stappen, vragen ze dus gewoonlijk een zekere compensatie, die doorgaans risicopremie wordt genoemd. Algemeen gesproken wordt de risicopremie beïnvloed door de kwaliteit van de emittent: beleggers eisen een hogere risicopremie voor effecten uitgegeven door een minder solide emittent. Voor overheidsobligaties wordt de emittent echter van goede kwaliteit geacht, zodat de risicopremie voor staatsobligaties hoofdzakelijk afhangt van de looptijd. Om die reden wordt de risicopremie ook « termijnpremie » genoemd.

De risicopremie weerspiegelt in de eerste plaats de omvang van het risico, die dan weer afhankelijk is van de covariantie tussen het rendement van de belegging en de macro-economische ontwikkeling. Voor de activa die een grote covariantie met de economische cycli vertonen, wordt doorgaans een aanzienlijke risicopremie geëist, omdat de beleggers meer waarde hechten aan een hoog rendement bij laagconjunctuur dan bij hoogconjunctuur. Aangezien covariantie het product is van een correlatie en van twee standaardafwijkingen, is de risicopremie hoger naarmate, enerzijds, de correlatie tussen het rendement en de macro-economische ontwikkeling groot is en, anderzijds, de standaardafwijkingen van het obligatierendement en de macro-economische ontwikkeling belangrijk zijn. Dit impliceert derhalve dat de risicopremie een positieve functie van de looptijd is, wat onder meer verklaart waarom de helling van de rendementscurve gemiddeld een opgaand profiel vertoont. Een tweede gevolg is dat een grotere macro-economische stabiliteit *ceteris paribus* een negatieve weerslag op het peil van de risicopremie zal hebben.

De risicopremie is tevens een positieve functie van de risico-aversie van de belegger. Bovendien kan deze aversiegraad eventueel schommelen in de tijd. Met name kan de risico-aversie in bepaalde omstandigheden zeer gering zijn en bijgevolg eisen de beleggers dan een kleine risicopremie. In uitzonderlijke gevallen kan de risicopremie zelfs negatief worden. Bij staatsobligaties wordt de risicopremie soms gedrukt door portefeuilleschuivingen die een « vlucht naar kwaliteit » weerspiegelen.

De totale risicopremie kan, net als de nominale rentetarieven, worden onderverdeeld in twee afzonderlijke elementen: een risicopremie met betrekking tot de inflatie, die de belegger compenseert voor de onzekerheid over de toekomstige inflatie en een reële risicopremie, die de belegger compenseert voor de onzekerheid inzake de toekomstige ontwikkeling van de reële rentetarieven.

1.2 Afvlakking van de rendementscurve sinds medio 2004

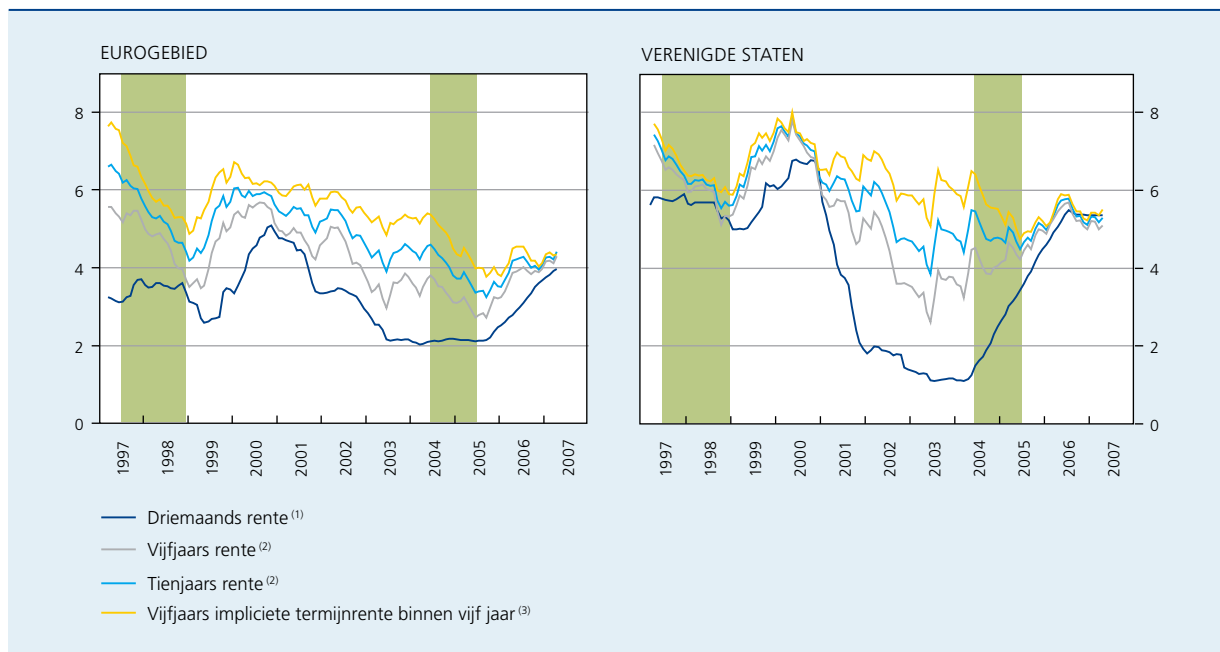
Om het lage peil van de lange rente sinds medio 2004 beter te begrijpen, is het nuttig de tienjaars rente op een staatsobligatie uit te splitsen in een vijfjaars rente en een vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar⁽¹⁾. Deze laatste belichaamt het verwachte rendement voor een belegging op vijf jaar die binnen vijf jaar zal aanvangen en die derhalve een risicopremie verbonden aan een belegging op vijf jaar omvat, alsook een supplementaire risicopremie die toe te schrijven is aan het feit dat de belegger zich vandaag verbindt tot een belegging op vijf jaar binnen vijf jaar. Bijgevolg zal de risicopremie groter zijn voor de vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar. Dit wordt *de facto* bevestigd doordat de vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar tijdens de beschouwde periode onafgebroken boven de vijfjaars rente uitkwam.

Gelet op die hogere risicopremie kan de vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar derhalve sterker worden beïnvloed door eventuele veranderingen in die premie.

Tijdens de periode 2004-2005 was het precies de vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar die aanzienlijk terugliep tot een historisch laag peil, namelijk van 5,4 pct. in juni 2004 tot 4 pct. in juni 2005, of een daling met 1,4 procentpunt; sindsdien stabiliseerde die rente zich rond de 4 pct. Hoewel een dergelijke inkrimping het gevolg kan zijn van een neerwaartse herziening van de verwachtingen omtrent de toekomstige rentetarieven, wordt in kader 2 aangetoond dat dit weinig waarschijnlijk is en dat de forse inkrimping van de vijfjaars impliciete rente binnen vijf jaar hoofdzakelijk voortvloeit uit een daling van de risicopremie.

(1) Deze uitsplitsing is gebaseerd op nulcouponrentes op staatsobligaties.

GRAFIEK 3 UITSPLITSING VAN DE TIENJAARS RENTE IN HET EUROGEBIED EN DE VERENIGDE STATEN
 (procentpunten)



Bronnen : Thomson Financial Datastream, NBB.
 (1) Rente op driemaands interbancaire deposito's.
 (2) Nulcouponrente op staatsobligaties.
 (3) Gemeten aan de hand van de nulcouponrente op tienjaars en vijfjaars staatsobligaties.

Een dergelijke verklaring lijkt te stroken met het feit dat een grotendeels vergelijkbare ontwikkeling te zien was in de Verenigde Staten, waar de vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar met 1,7 procentpunt terugliep tijdens de periode van juni 2004 tot juni 2005. Wanneer bovendien de periode 2004-2005 wordt vergeleken met de voorgaande cycli van verkrapping van het Amerikaanse monetaire beleid, kan worden vastgesteld dat de in 2004 ingezette renteverhoging een veeleer soortgelijk effect lijkt te hebben gehad op de vijfjaars rente op Amerikaanse obligaties. De tienjaars rente bleef daarentegen abnormaal ongevoelig, zodat A. Greenspan, de toenmalige voorzitter van de Fed, dit verschijnsel bestempelde als een « conundrum ».

De afvlakking van de rendementscurve in het eurogebied en de Verenigde Staten lijkt dus voort te vloeien uit soortgelijke factoren, namelijk een afname van de impliciete termijnrente, die op haar beurt waarschijnlijk het gevolg is van een daling van de risicopremie en een verkrapping van het monetaire beleid. Terwijl de eerstgenoemde factor in beide economieën synchroon tot uiting kwam wegens de toenemende integratie van de financiële markten, ging de verkrapping van het Amerikaanse monetaire beleid die van het eurogebied vooraf, zodat de afvlakking van de rendementscurve in de Verenigde Staten, vóór die in

het eurogebied plaatsvond. In de Verenigde Staten wordt sedert medio 2006 trouwens een inversie van de rentecurve vastgesteld.

In het verleden was reeds een vergelijkbare periode met een bruuske daling van de vijfjaars impliciete rente binnen vijf jaar voorgekomen in het eurogebied, maar ook in de Verenigde Staten. Zo daalde die rente er tussen medio 1997 en eind 1998 aanzienlijk, terwijl de kortetermijnrente daarentegen relatief stabiel bleef. De daling van de vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar vanaf 1997 wijst voornamelijk op een « vlucht naar kwaliteit » ten gevolge van verschillende gebeurtenissen. Zo leidde de Aziatische crisis vanaf medio 1997 tot een massale repatriëring van de kapitaalstromen die werden belegd in Azië en, meer in het algemeen, in de opkomende landen. Vanaf medio 1998 versterkten de Russische crisis en het faillissement van het *hedge fund* LTCM in de Verenigde Staten de zwakke rendementen van overheidsobligaties, doordat de beleggers de voorkeur gaven aan veilige en liquide effecten ten koste van bedrijfsobligaties en aandelen. Vanaf 1999 kwam er een kentering in die portefeuilleherschikkingen, wat een correctie in de langetermijnrente veroorzaakte. De momenteel geldende situatie lijkt enigszins verschillend te zijn. Zoals in deel 2 wordt uiteengezet en aangetoond, is de forse vraag naar

TABEL 1 RAMINGEN VAN DE DALING VAN DE RISICOPREMIE: RESULTATEN VAN ENKELE EMPIRISCHE STUDIES
(basispunten)

	Type van model	Van juni 1997 tot december 1998	Van juni 2004 tot juni 2005
Eurogebied			
Kremer en Werner (2006)	Louter financieel model, met drie factoren	-150	-83
ECB (2006)	Louter financieel model, met twee factoren	n.	-99
Verenigde Staten			
Kim en Wright (2005)	Louter financieel model, met drie factoren	-106	-107
Rudebusch, Swanson en Wu (2006) op basis van de modellen van:			
Bernanke, Reinhart en Sack (2005)	Macro-financieel model, op basis van een VAR	n.	-106
Rudebusch en Wu (2004)	Macro-financieel model, Neo-keynesiaans	n.	-57

overheidsobligaties de jongste jaren in sterke mate toe te schrijven aan atypische beleggers, zoals de Aziatische centrale banken en de pensioenfondsen, en zou ze derhalve langer kunnen aanhouden.

Het argument dat de zwakte van de lange rente voornamelijk resulteert uit een daling van de risicopremie wordt uitvoerig gestaafd door de resultaten van diverse, onlangs verrichte empirische studies voor onder meer de Verenigde Staten, Duitsland en het eurogebied. Zo tonen de resultaten van die studies aan dat de door de beleggers gevraagde risicopremie op tienjaars beleggingen in het eurogebied, naargelang van de studie, zou zijn gedaald

met 83 tot 99 basispunten gedurende de periode van juni 2004 tot juni 2005, terwijl tijdens de periode van juni 1997 tot december 1998 een daling met 150 basispunten zou zijn opgetekend. In de Verenigde Staten werden al met al vergelijkbare resultaten verkregen. Dit betekent dat ongeveer 75 pct. van de daling van de lange rente tussen juni 2004 en juni 2005 voortvloeit uit een vermindering van de risicopremie. De modellen gebruikt in deze studies bieden evenwel geen enkele verklaring over de potentiële oorzaken van dat gedragspatroon. In deel 2 van dit artikel worden de verschillende factoren beschreven die een daling van de in de langetermijnrente vervatte risicopremie kunnen hebben teweeggebracht.

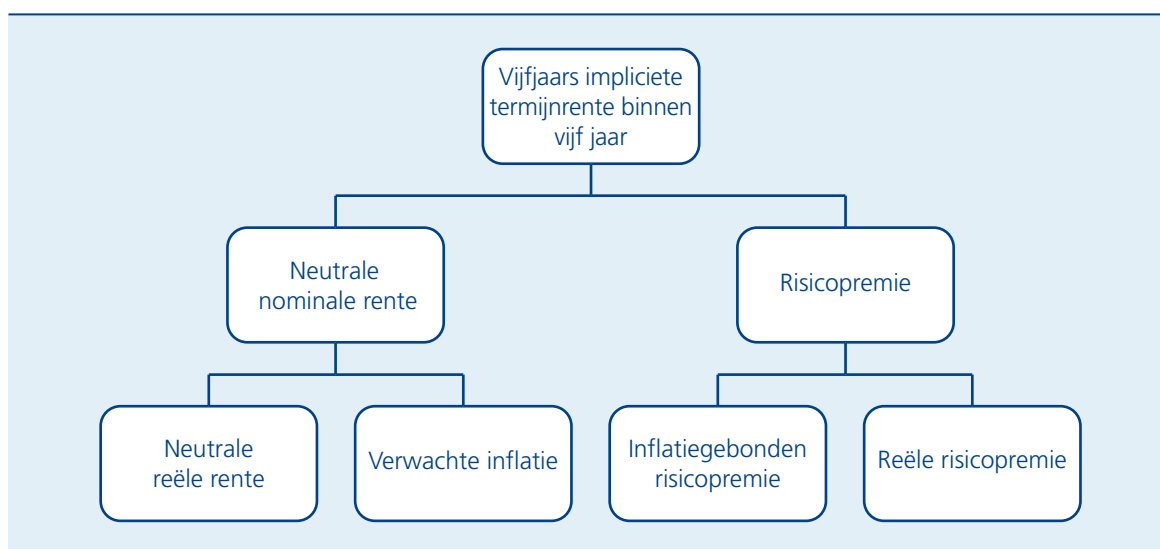
Kader 2 – Is de risicopremie verantwoordelijk voor de zwakte van de lange rente?

Dit kader beoogt te bepalen welke componenten van de lange rente een verklaring kunnen vormen voor haar zwakte, en in het bijzonder te onderzoeken welke bijdrage de risicopremie tijdens de periode van juni 2004 tot juni 2005 leverde. Hiertoe wordt gebruik gemaakt van een methodologie die vergelijkbaar is met Kozicki en Sellon (2005). Die methodologie doet een beroep op een uitsplitsing van de tienjaars rente in een vijfjaars rente en een vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar. Deze twee rentetarieven weerspiegelen, enerzijds, de verwachtingen ten aanzien van het toekomstige renteverloop, respectievelijk gedurende de komende vijf jaar en de vijf daaropvolgende jaren en, anderzijds, een risicopremie. Deze premie is hoger voor de vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar. Wat de verwachtingen ten aanzien van het toekomstige verloop van de rente betreft, is de vijfjaars rente vooral een weerspiegeling van de verwachtingen omtrent de reactie van de monetaire autoriteiten op de economische cyclus. Het verloop van de vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar resulteert dan weer uit de verwachtingen van de economische subjecten omtrent, enerzijds, de groeivoorzichten op een termijn van vijf tot tien jaar, die op hun beurt afhangen van structurele factoren die de potentiële groei bepalen, en anderzijds de inflatieverwachtingen op de lange termijn, die afhankelijk zijn van de door de centrale bank

nagestreefde inflatiedoelstelling. De verwachtingen vevat in de vijfjaars rente binnen vijf jaar stemmen bijgevolg in grote lijnen overeen met de neutrale nominale rente. Schommelingen in de risicopremie kunnen het verloop van de impliciete termijnrente eveneens beïnvloeden.

Tijdens de periode 2004-2005 is de vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar aanzienlijk teruggelopen, namelijk van 5,4 pct. in juni 2004 tot 4 pct. in juni 2005, of een daling met 140 basispunten. Aan de hand van een uitsplitsing van de termijnrente kan inzicht worden verkregen in de factoren die aan die ontwikkeling ten grondslag lagen. De neutrale rente evenals de risicopremie kunnen immers worden onderverdeeld in een reële component en een inflatiegebonden component.

VERGELIJKING 1 ONTBINDING VAN DE IMPLICIETE TERMIJNRENTE



Op basis van financiële gegevens en enquêteresultaten kan de bijdrage van die vier componenten tot de daling van de termijnrente worden berekend. De neutrale reële rente en de inflatieverwachtingen van de economische subjecten kunnen worden geraamd aan de hand van de resultaten van de driemaandelijke enquête van de ECB bij professionele voorspellers (SPF). Deze enquête geeft immers aanwijzingen omtrent de verwachtingen van specialisten ten aanzien van de groei en de inflatie op de lange termijn. De neutrale reële rente zal onder bepaalde omstandigheden inderdaad overeenstemmen met de langetermijngroei zodat groeiverwachtingen voor verdere horizonten als een benadering van de neutrale reële rente dienst kunnen doen. Door van de *break-even*-inflatie op vijf jaar binnen vijf jaar⁽¹⁾ de door de SPF-enquête gemeten inflatieverwachtingen af te trekken, kan daarnaast ook een raming van de inflatiegebonden risicopremie worden verkregen (zie hierna voor meer informatie over de *break-even*-inflatie). De reële risicopremie wordt berekend als restwaarde.

Uit de resultaten van de SPF-enquête blijkt dat de groeiverwachtingen op vijf jaar in het eurogebied slechts in zeer geringe mate werden herzien van 2,3 pct. naar 2,2 pct. tijdens de periode van juni 2004 tot juni 2005, terwijl de inflatieverwachtingen op vijf jaar stabiel zijn gebleven op 1,9 pct., en dus overeenstemden met de door de ECB gehanteerde definitie van prijsstabiliteit. Bijgevolg zou de neutrale nominale rente tijdens de periode 2004-2005 slechts met 10 basispunten zijn afgenomen. De daling van de termijnrente lijkt bijgevolg grotendeels toe

(1) De *break-even*-inflatie voor een termijn van vijf jaar binnen vijf jaar wordt berekend als het verschil tussen tweemaal de *break-even*-inflatie over een periode van tien jaar en de *break-even*-inflatie over een periode van vijf jaar.



te schrijven aan een afname van de risicopremie. Er dient evenwel een onderscheid te worden gemaakt tussen de nominale component en de reële component. Rekening houdend met het feit dat de *break-even*-inflatie op vijf jaar binnen vijf jaar een daling met 40 basispunten liet optekenen, terwijl de met behulp van de SPF-enquête gemeten inflatieverwachtingen ongewijzigd bleven, zou de inflatiegebonden risicopremie met 40 basispunten zijn afgenomen. De reële component van de risicopremie, die wordt berekend als restwaarde, zou bijgevolg de sleutelfactor zijn achter de daling van de totale premie. Volgens de ramingen zou die component tijdens de periode van juni 2004 tot juni 2005 immers met 90 basispunten zijn teruggelopen. De globale risicopremie was derhalve licht negatief in juni 2005. Deze aanzienlijke daling van de risicopremie, die overigens wordt bevestigd door de resultaten van complexere empirische studies, is zeer waarschijnlijk het gevolg van de forse vraag van atypische beleggers zoals de Aziatische centrale banken en de pensioenfondsen (zie deel 2 voor nadere informatie).

POGING TOT RAMING VAN DE FACTOREN DIE AAN DE DALING VAN DE IMPLICIETE TERMIJNRENTE TEN GRONDSLAG LIGGEN
(procentpunten)

	Juni 2004	Juni 2005	Vershil
Neutrale nominale rente			
Neutrale reële rente	2,3	2,2	-0,1
Verwachte inflatie	1,9	1,9	0,0
Risicopremie			
Inflatiegebonden risicopremie	0,6	0,2	-0,4
Reële risicopremie	0,5	-0,3	-0,9
Vijfjaars impliciete termijnrente binnen vijf jaar	5,4	4,0	-1,4

Bronnen: SPF, ECB, NBB.

1.3 Weerslag van de daling van de risicopremie op de kwaliteit van de rendementscurve als vooruitlopende conjunctuurindicator

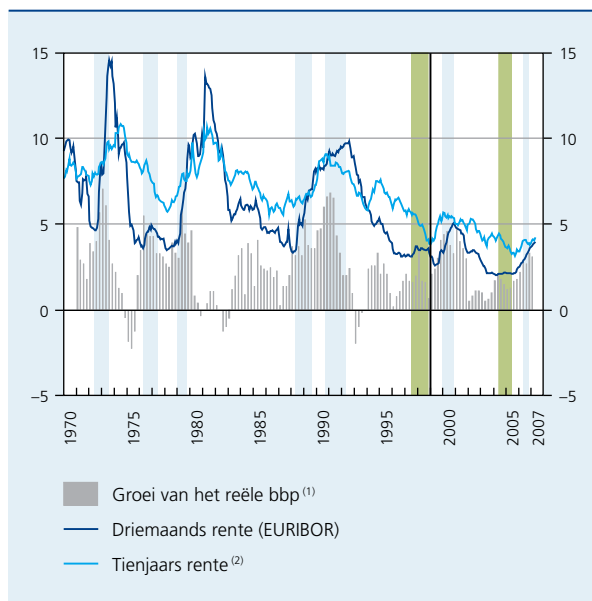
Het vermogen om via de rentecurve toekomstige conjunctuurschommelingen te voorspellen, berust voornamelijk op het feit dat de verwachtingen van de economische subjecten vervat zijn in de lange rente. Met name getuigen de marktverwachtingen ten aanzien van het toekomstige verloop van de reële rente vooral van hun verwachtingen omtrent de reactie van de monetaire autoriteiten op de conjunctuurycycli. Als de economische subjecten bijvoorbeeld een verbetering van de economische activiteit verwachten, wordt doorgaans een stijging van de lange rente vastgesteld, die zich *ceteris paribus* onmiddellijk vertaalt in een steilere rentecurve. Indien de verwachtingen uitkomen, zou de toename van het rente-ecart bijgevolg moeten gepaard gaan met een economische expansie. De betrouwbaarheid van de rendementscurve als vooruitlopende indicator van de economische activiteit

kan evenwel worden beïnvloed door belangrijke bewegingen van de risicopremie. Elke significante opwaartse of neerwaartse aanpassing van de risicopremie kan de door de rendementscurve verschaftte aanwijzingen immers vertekenen.

De twee hierboven onderzochte periodes waarin de risicopremie aanmerkelijk verminderde, namelijk medio 1997 tot en met 1998 en medio 2004 tot medio 2005, zijn tevens atypisch in een historisch perspectief, aangezien tijdens die periodes voornamelijk een daling van de lange rente ten grondslag lag aan de afvlakking van de rendementscurve, terwijl de korte rente relatief stabiel bleef. Deze dalingen zijn, zoals *supra* uiteengezet, hoogstwaarschijnlijk toe te schrijven aan een afname van de risicopremie, en niet aan een neerwaartse herziening van de groeivoorzichten of van de inflatievoorzichten op de lange termijn. In tegenstelling tot de overige periodes die worden gekenmerkt door een afvlakking van de rendementscurve, gingen die twee specifieke periodes

GRAFIEK 4 DE RENTE EN DE GROEI IN DUITSLAND EN HET EUROGEBIED

(in procentpunten, tenzij anders vermeld)



Bronnen: BIB, EC, OESO.

- (1) Veranderingspercentages ten opzichte van het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.
(2) Voor Duitsland gaat het om de Duitse Bund op tien jaar. Voor het eurogebied wordt een gemiddelde gehanteerd van de rendementen op obligaties die werden uitgegeven door lidstaten van het eurogebied, gewogen aan de hand van de respectieve uitstaande bedragen van de overheidsschuld.

bovendien niet gepaard met een economische vertraging. Het tegendeel is waar: rekening houdend met het feit dat de daling van de risicopremie een versoepeling van de financiële voorwaarden met zich brengt, was ze één van de factoren die hebben bijgedragen tot een versnelling van de economische activiteit in de loop van de kwartalen volgend op de twee genoemde periodes.

Deze bevindingen pleiten voor een correctie van het rente-ecart voor de schommelingen van de risicopremie wanneer dit ecart wordt gebruikt als vooruitlopende conjunctuurindicator. Uit empirische studies⁽¹⁾ is immers gebleken dat het voor de risicopremie gecorrigeerde renteverskil – dat wil zeggen het renteverskil min de geraamde risicopremie – aanwijzingen verschaft over het verloop van de toekomstige economische activiteit die pertinentier zijn dan die van de niet-gecorrigeerde maatstaf. Tegen die achtergrond is het belangrijk op te merken dat de afvlakking van de rendementscurve die werd veroorzaakt door de monetaire-beleidsverkrapping sinds december 2005 volgde op een periode van afvlakking wegens een aanzienlijke daling van de risicopremie.

(1) Zie onder meer Ang et al. (2006) voor de Verenigde Staten en Kremer en Werner (2006) voor Duitsland.

De gevolgen van het huidige vlakke karakter van de rentecurve voor de toekomstige economische activiteit moeten bijgevolg sterk worden genuanceerd. Op grond van de door Kremer en Werner (2006) gemaakte ramingen van de risicopremie toont de ECB (2006) immers aan dat de voor de risicopremie gecorrigeerde rendementscurve op dit ogenblik geen belangrijke vertraging van de economische activiteit lijkt aan te kondigen, maar veeleer een te verwachten terugkeer naar een duurzame groei in de buurt van het potentiële groeitempo, na enkele kwartalen waarin de groei bijzonder hoog was.

Traditioneel gevolgdde vooruitlopende conjunctuurindicatoren lijken overigens de conclusies te bevestigen die uit het voor de risicopremie gecorrigeerde renteverskil werden afgeleid. Zo hebben de vertrouwensindicatoren van zowel de bedrijfsleiders als de consumenten in de afgelopen maanden recordniveaus bereikt, en blijven ze bovendien grotendeels opwaarts gericht. Daarenboven zijn de door de verschillende instellingen opgemaakte projecties over het algemeen optimistisch. De recente, door het Eurosysteem in juni 2007 opgestelde projecties gaan bijvoorbeeld ervan uit dat de groei in het eurogebied voor de periode 2007-2008 in de buurt van het potentiële groeipeil zal liggen.

1.4 Weerslag van de daling van de risicopremie op de kwaliteit van de *break-even*-inflatie als indicator van de inflatieverwachtingen

Aangezien de doelstelling van het monetaire beleid van de ECB erin bestaat de prijsstabiliteit op de middellange termijn te handhaven, volgen de Europese monetaire autoriteiten van dichtbij een maatstaf van de inflatieverwachtingen, de zogenoemde *break-even*-inflatie. Deze wordt gedefinieerd als het verschil tussen het rendement van een nominale obligatie en het reële rendement van een aan de inflatie geïndexeerde obligatie met een vergelijkbare looptijd en emittent. De *break-even*-inflatie geeft bijgevolg aanwijzingen over het verwachte gemiddelde inflatiepeil gedurende de looptijd van de obligatie op basis waarvan die *break-even*-inflatie wordt berekend. Bij dat inflatiepeil zal het door de belegger verwachte nominale rendement gelijk zijn, ongeacht of het geld wordt geïnvesteerd in een nominale obligatie of in een aan de inflatie geïndexeed effect.

Die indicator van de inflatieverwachtingen is evenwel niet perfect, aangezien hij twee soorten niet-waarneembare premies omvat. Ten eerste omvat de *break-even*-inflatie een inflatiegebonden risicopremie, die de belegger in nominale obligaties compenseert voor de inflatiegebonden onzekerheid. Deze premie impliceert bijgevolg dat de

break-even-inflatie doorgaans de inflatieverwachtingen overschat. Ten tweede omvat ze tevens een liquiditeitspremie, die de belegger in een geïndexeerde obligatie compenseert voor de geringere liquiditeit op deze markt in vergelijking met die van de traditionele nominale obligaties. In tegenstelling tot de inflatiegebonden risicopremie leidt het bestaan van de liquiditeitspremie tot een onderwaardering van de inflatieverwachtingen van de economische subjecten. Hoewel het niveau van de totale premie onmogelijk precies te achterhalen valt, lijkt de liquiditeit van de markt van geïndexeerde obligaties de afgelopen jaren evenwel aanzienlijk te zijn verbeterd, zoals onder meer tot uiting komt in de aanzienlijke stijging van het uitstaande volume van dit type van financiële instrumenten⁽¹⁾. Zo verklaart die verbetering waarschijnlijk een groot deel van de stijging van de *break-even*-inflatie in de tweede helft van 2003. Rekening houdend met die ontwikkelingen wordt er tegenwoordig van uitgegaan dat de inflatiegebonden risicopremie hoger is dan de liquiditeitspremie, zodat de *break-even*-inflatie de inflatieverwachtingen van de economische subjecten naar alle waarschijnlijkheid enigszins overschat.

Zoals in de kaders 1 en 2 wordt vermeld, kan de risicopremie van een klassieke obligatie worden opgesplitst in twee elementen: een reële risicopremie en een inflatiegebonden risicopremie. Uit een dergelijke opsplitsing blijkt dat vooral de reële component van de risicopremie aanzienlijk is afgenomen tijdens de periode 2004-2005. Hoewel de inflatiegebonden premie ook enigszins is gedaald⁽²⁾, lijkt deze daling relatief beperkt in vergelijking met die van de reële component. Bijgevolg lijkt de kwaliteit van de *break-even*-inflatie als indicator van de inflatieverwachtingen slechts in geringe mate te zijn beïnvloed gedurende de periode van afvlakking van de rendementscurve.

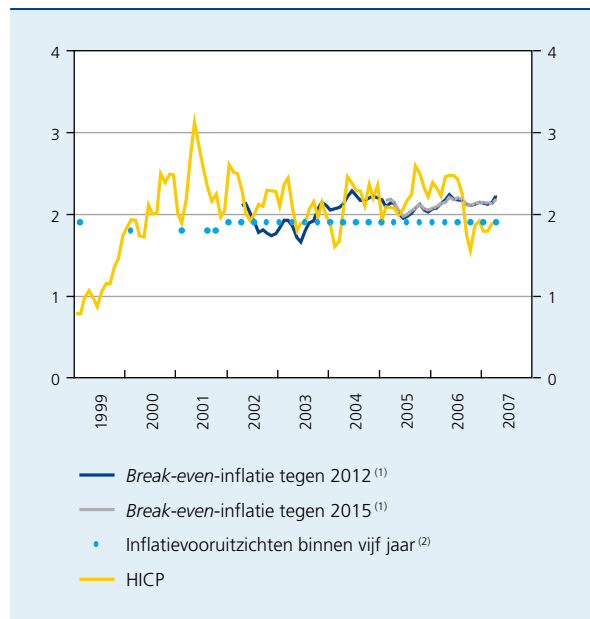
Sinds januari 2004 schommelde de *break-even*-inflatie – gemeten aan de hand van de geïndexeerde obligaties die in 2012 vervallen⁽³⁾ – rond 2,1 pct. Een nagenoeg identiek beeld wordt verkregen op basis van de geïndexeerde obligaties die in 2015 vervallen. Als rekening wordt gehouden met de risicopremie die vervat is in de *break-even*-inflatie, lijkt dit verloop grotendeels vergelijkbaar met dat van de inflatieverwachtingen gemeten aan de hand van de door de ECB bij professionele voorspellers gehouden enquête (SPF). Die verwachtingen zijn immers sinds januari 2002 stabiel gebleven op 1,9 pct., ondanks

(1) Zo is – volgens de Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique française (2005) – het uitstaande bedrag aan door de Franse Staat uitgegeven geïndexeerde obligaties gestegen van ongeveer 4,3 miljard euro in 1998 tot 29,5 miljard in 2003 en tot meer dan 90,35 miljard eind 2005. De efficiëntie van deze markt nam sterk toe dankzij de toegenomen vraag vanwege de beleggers (bv. pensioenfondsen) en de door de emittenten ingevoerde verbeteringen (hervormingen in de regelgeving, frequentere aanbestedingen).

(2) Zie onder meer kader 2 en ECB (2007).

(3) Aan de HICP van het eurogebied geïndexeerde obligaties (exclusief tabak), uitgegeven door de Franse Staat.

GRAFIEK 5 INFLATIEVERWACHTINGEN IN HET EUROGEBIED
(jaarlijkse veranderingspercentages)



Bronnen : SPF, ECB, EC.

(1) De *break-even*-inflatie stemt overeen met het verschil tussen de rendementen van de door de Franse Staat uitgegeven nominale overheidsobligaties en de aan de HICP (exclusief tabak) voor het eurogebied geïndexeerde overheidsobligaties die op de vermelde termijn vervallen.

(2) Driemaandelijke enquête van de ECB bij professionele voorspellers.

een opeenvolging van exogene schokken die de Europese economie in de afgelopen jaren hebben getroffen (aardolie, BSE-crisis, verhoging van de indirecte belastingen,...) en die de inflatie in het eurogebied gedurende zeven opeenvolgende jaren boven de drempel van 2 pct. hebben getild. Een andere belangrijke bevinding is dat de daling van de lange rente geen gevolg is van een (neerwaartse) ontsporing van de inflatieverwachtingen. Hoewel het deflatierisico in 2002-2003 vooral tot uiting kwam in de Verenigde Staten, is de vrees destijds ook in het eurogebied enigszins toegenomen, wat onder meer de Raad van Bestuur van de ECB ertoe aanzette in mei 2003 de monetaire-beleidsstrategie te verduidelijken.

2. Factoren die potentieel verantwoordelijk zijn voor de vermindering van de risicopremie

Twee belangrijke factoren komen in aanmerking om de vermindering van de risicopremie van de afgelopen jaren te verklaren. Ten eerste kan het risico verbonden aan beleggingen in langlopende obligaties zijn afgenomen als gevolg van onder meer de geringere onzekerheid met betrekking tot het toekomstige verloop van de rente.

Een vermindering van de risico-aversie is een tweede element dat mogelijk heeft bijgedragen tot het lage peil van de obligatierendementen. Terwijl de eerste factor de omvang van het risico beïnvloedt, bepaalt de tweede de waardering van het risico. Elk van deze factoren wordt in de twee volgende subparagrafen nader toegelicht.

2.1 Vermindering van de onzekerheid omtrent het toekomstige renteverloop

Twee complementaire elementen kunnen de verminderde onzekerheid omtrent het toekomstige renteverloop verklaren. Ten eerste wordt sedert verscheidene jaren een grotere macro-economische stabiliteit opgetekend, die onder meer tot uiting komt in een geringere volatiliteit van de economische groei en de inflatie. Dit verschijnsel wordt doorgaans *great moderation* genoemd⁽¹⁾. Het verschil tussen de economische groei en de inflatie enerzijds en hun trendpeil – in dit geval gemeten aan de hand van een HP-filter – anderzijds, kan worden beschouwd als een maatstaf van respectievelijk de conjunctuur- en de inflatiecyclus. Gegevens voor Duitsland over de periode 1970-2007⁽²⁾ tonen aan dat de omvang van deze cycli aanzienlijk is verminderd. De standaardafwijking van dit verschil daalde van 1,9 procentpunt in de periode tussen het eerste kwartaal van 1970 en het laatste kwartaal van 1984 tot 1,1 procentpunt in de periode tussen het eerste kwartaal van 2000 en het laatste kwartaal van 2006 voor de economische groei en van 1 tot 0,5 procentpunt voor de inflatie. Ook in de Verenigde Staten werd een grotendeels vergelijkbare vermindering van de macro-economische volatiliteit opgetekend⁽³⁾. Diverse elementen kunnen dit verschijnsel van *great moderation* verklaren.

Ten eerste heeft de economie geleidelijk aanzienlijke structurele wijzigingen ondergaan, die haar flexibiliteit hebben verhoogd en haar in staat hebben gesteld de verschillende schokken beter op te vangen. Het betreft met name structurele hervormingen om de flexibiliteit van de productenmarkt, de arbeidsmarkt en de financiële markten te verhogen, de verbetering van de organisatie en het beheer van de voorraden, alsook de groei van de wereldhandel als gevolg van de mondialisering. Ten tweede hebben de verbeterde monetaire-beleidsvoering, die thans gericht is op de prijsstabiliteit, alsook de daarmee gepaard gaande institutionele hervormingen, ertoe geleid dat de inflatieverwachtingen van de economische

TABEL 2 VOLATILITEIT VAN DE GROEI EN VAN DE INFLATIE IN DUITSLAND

(standaardafwijking van het verschil ten opzichte van het trendmatige verloop⁽¹⁾)

	1970-1984	1985-1999	2000-2006
Groei van het reële bbp	1,9	1,4	1,1
Inflatie	1,0	0,7	0,5

Bronnen: EC, NBB.

(1) Gemeten aan de hand van een HP-filter.

subjecten beter kunnen worden verankerd en dat de inflatie derhalve minder volatiel is. Tot slot is de macro-economische stabiliteit wellicht eveneens het resultaat van het feit dat de economie de afgelopen jaren door minder schokken is getroffen of door schokken van een minder grote omvang in vergelijking met de jaren zeventig en tachtig. In dat laatste geval zou de *great moderation* dus veeleer moeten worden toegeschreven aan een geluksfactor dan aan een intrinsieke stabiliteit van de economie of een betere economische-beleidsvoering.

Behalve de grotere macro-economische stabiliteit, kunnen ook de door de centrale banken geleverde inspanningen inzake communicatie en transparantie aan de oorsprong liggen van de verminderde onzekerheid omtrent het verloop van de toekomstige rente. Veel centrale banken hebben de afgelopen jaren getracht de communicatie over hun monetaire-beleidsstrategie te verbeteren, onder meer door een expliciete kwantitatieve inflatiedoelstelling bekend te maken, waarmee de inflatieverwachtingen stevig kunnen worden verankerd. Sedert enige tijd verschaffen een aantal centrale banken bovendien uitvoerig toelichting bij hun monetaire-beleidsbeslissingen door communiqués te publiceren waarin ze hun beslissingen verantwoorden op basis van het verloop van de macro-economische en financiële gegevens en, zoals bijvoorbeeld in het geval van de ECB, door persconferenties te organiseren na elke bijeenkomst over het monetaire beleid. Tot slot zijn bepaalde centrale banken onlangs gestart met het verstrekken van indicaties omtrent het verloop van de toekomstige rente. Terwijl de Nieuw-Zeelandse, Noorse en Zweedse monetaire autoriteiten beslist hebben hun projectie voor het verloop van de toekomstige rente te publiceren, hebben andere centrale banken, zoals de Federal Reserve en de ECB in het recente verleden indicaties van kwalitatieve aard verstrekt.

(1) Bernanke B. (2004).

(2) In dit geval worden voor de gehele periode enkel gegevens voor Duitsland gebruikt, omdat de berekening van de standaardafwijking kunstmatig neerwaarts zou kunnen worden vertekend indien vanaf 1999 gegevens voor het eurogebied zouden worden gehanteerd. Schokken die beperkt bleven tot bepaalde nationale economieën kunnen immers gecompenseerd worden op het niveau van het eurogebied.

(3) Zie onder meer Stock en Watson (2002).

Daarbij moet echter worden opgemerkt dat hoewel deze twee factoren – namelijk de macro-economische stabiliteit en de betere voorspelbaarheid van het monetaire beleid – het trendmatige neerwaartse verloop van de risicopremie kunnen verklaren, ze waarschijnlijk een veel minder belangrijke rol hebben gespeeld in de plotse daling van de risicopremie tussen medio 2004 en medio 2005. In dat verband wordt de verminderde risico-aversie regelmatig genoemd als verklaring voor die ontwikkeling van de risicopremie.

2.2 Vermindering van de risico-aversie

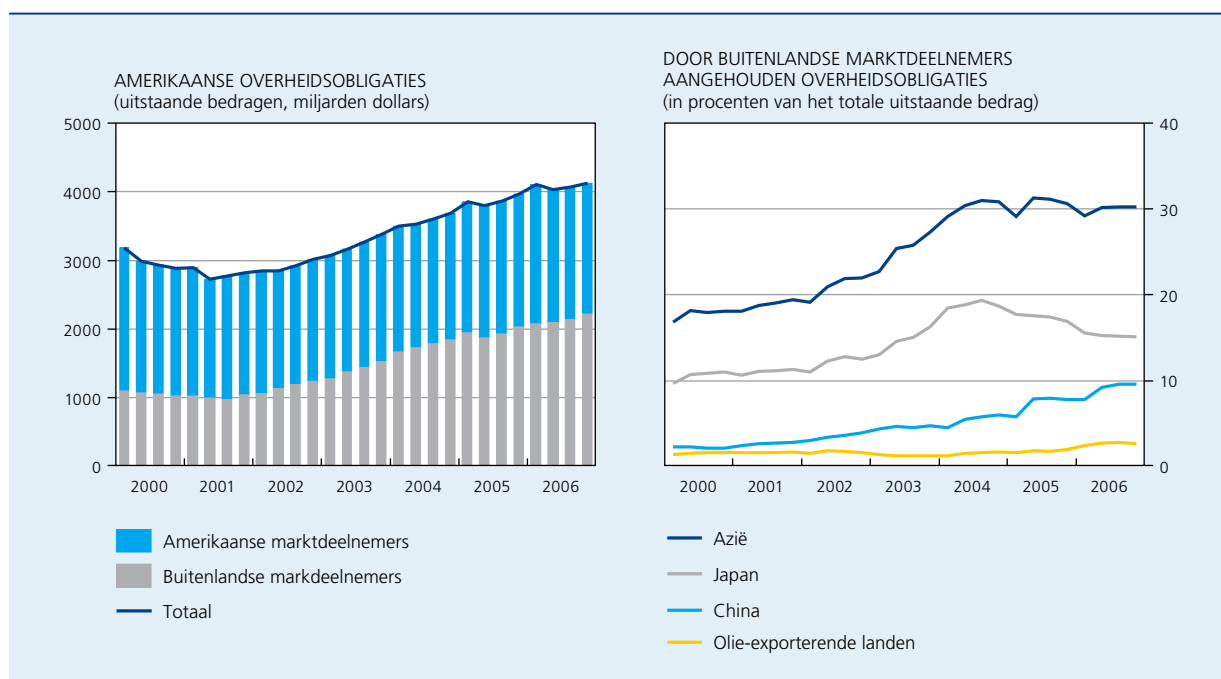
2.2.1 Sterke vraag naar obligaties vanwege de Aziatische economieën en de olie-uitvoerende landen

De daling van de risicopremie tussen medio 2004 en medio 2005 lijkt grotendeels te kunnen worden toegeschreven aan een geringere risico-aversie. Een belangrijke factor in dit verband is de aanzienlijke stijging van de vraag naar langlopende staatsobligaties, hoofdzakelijk vanwege atypische beleggers, bij wie de vraag over het algemeen prijsinelastisch is. Vooral vanwege de Aziatische centrale banken en in mindere mate de olie-uitvoerende landen werd de afgelopen jaren een sterke vraag naar staatsobligaties genoteerd, en meer in het bijzonder naar langlopende obligaties uitgegeven door de Amerikaanse

schatkist. De Aziatische overheden voeren een beleid dat voornamelijk gericht is op de buitenlandse handel, waardoor ze substantiële handelsoverschotten kunnen boeken. Bovendien leggen ze ruime wisselkoersreserves aan om te vermijden dat hun munt apprecieert als gevolg van deze handelsoverschotten. Volgens gegevens van het Internationaal Monetair Fonds zijn de door China en Japan opgebouwde wisselkoersreserves tussen 2002 en 2006 respectievelijk toegenomen van 286 tot 1.066 miljard dollar en van 451 tot 875 miljard dollar. Hoewel er geen exacte cijfers beschikbaar zijn, lijken deze reserves vooral te bestaan uit in dollar luidende overheidsobligaties, aangezien de Amerikaanse munt in de internationale handel de belangrijkste blijft. De recyclage van de spaaroverschotten die de olie-uitvoerende landen lieten optekenen als gevolg van de aanzienlijke stijging van de olieprijsen wordt eveneens regelmatig genoemd als extra factor die kan hebben bijgedragen tot het lage peil van de lange rente.

Deze elementen worden bevestigd door de cijfers van Treasury International Capital System (TICS) die aangeven dat de vraag van de buitenlandse marktdeelnemers naar effecten van de Amerikaanse schatkist tussen maart 2002 en december 2006 meer dan verdubbeld is, terwijl de overheidsschuld slechts met 45 pct. is toegenomen. In december 2006 werd 54 pct. van de Amerikaanse overheidseffecten door buitenlandse marktdeelnemers

GRAFIEK 6 BELANG VAN DE BUITENLANDSE VRAAG NAAR AMERIKAANSE OVERHEIDSOBLIGATIES



Bron: U.S. Department of the Treasury.

aangehouden, tegen 37 pct. in maart 2002. Meer gedetailleerde cijfers tonen bovendien aan dat ruim 53 pct. van de Amerikaanse overheidseffecten in buitenlandse handen in december 2006 werd aangehouden door China, Japan en de olie-uitvoerende landen. Vooral de vraag vanuit China en Japan heeft bijgedragen tot de verhoging van het uitstaande bedrag van door buitenlandse marktdeelnemers aangehouden Amerikaanse overheidseffecten, terwijl de vraag van de olie-uitvoerende landen weliswaar gestegen is, maar slechts in zeer beperkte mate. Tot slot blijkt dat vooral officiële marktdeelnemers, met name centrale banken, hebben bijgedragen tot deze toename van de buitenlandse vraag naar Amerikaanse overheidseffecten, die voor meer dan 85 pct. bestaat uit effecten met een looptijd van meer dan een jaar. Hoewel de Aziatische centrale banken en de olie-uitvoerende landen een grote voorkeur aan de dag legden voor Amerikaanse effecten, heeft de toenemende integratie van de financiële markten ertoe geleid dat de daling van de rente in de Verenigde Staten, die het gevolg was van deze vraagstijging, via arbitragemechanismen ook doorwerkte in Europa.

2.2.2 Sterke vraag naar obligaties vanwege de pensioenfondsen

Naast de opkomende economieën, hebben ook de pensioenfondsen en de levensverzekeringsmaatschappijen een toenemende interesse aan de dag gelegd voor langlopende overheidseffecten. Verschillende factoren hebben aan die ontwikkeling bijgedragen. In de eerste plaats heeft de vergrijzing van de bevolking in de industrielanden geleid tot een stijgende belangstelling van de particulieren voor levensverzekeringsproducten en voor de tweede en derde pijler van het pensioenstelsel, gelet met name op de toenemende onzekerheid over de leefbaarheid op de middellange en de lange termijn van het pensioenstelsel via repartitie en dus over het vermogen van de overheid om de pensioenen in de toekomst te kunnen blijven uitbetalen. Ten tweede heeft de nakende pensionering van de babyboomgeneratie die beleggers ertoe aangezet de voorkeur te geven aan veilige beleggingen, voornamelijk overheidseffecten. Ten derde hebben de pensioenfondsen de jongste jaren de structuur van hun tegoeden herschikt en zijn zij overgegaan op langlopende overheidseffecten om te zorgen voor een beter evenwicht tussen de looptijd van hun verplichtingen, die meestal op de lange termijn zijn, en hun activa. Die bewegingen werden in de hand gewerkt door de recentelijk ingevoerde boekhoudkundige hervormingen IAS/IFRS, alsook door de zware portefeuillerverliezen die werden geleden na het uiteenspatten van de technologiezeepbel in 2001.

Die gestegen vraag naar langlopende overheidsobligaties kan echter – indien ze groot genoeg is – ook tot uiting komen in een actuariel tekort van de pensioenfondsen, dat wil zeggen een situatie waarin de actuariële waarde van de activa van een pensioenfonds kleiner is dan het bedrag van de actuariële verplichtingen. In dat geval zouden ze derhalve verplicht zijn meer te beleggen in langlopende effecten, waarbij ze de daling van de langlopende rente en hun actuariel deficit in de hand werken. Momenteel wordt geraamd dat de vraag van de institutionele beleggers nog te gering is om een dergelijk effect te sorteren. Gelet op de vergrijzing van de bevolking, wordt in de toekomst echter een forse stijging van de vraag naar die financiële activa verwacht, wat een niet te verwaarlozen effect op de lange rente zou kunnen sorteren. Thans zijn echter weinig cijfers beschikbaar die dat fenomeen kunnen illustreren.

2.2.3 Overvloed aan liquiditeiten

Afgezien van de forse vraag van de atypische beleggers die de verlaging van de rentetarieven op veeleer structurele wijze in de hand werkt, kan de overvloed aan liquiditeit veroorzaakt door met name het feit dat het monetair beleid in de meeste industrielanden gedurende een relatief lange periode accommoderend was, ook bijgedragen hebben aan de daling van de in de langetermijnrente vervatte risicopremies. Er kunnen twee kanalen worden onderscheiden via welke het accommoderend monetair beleid het lage rentepeil in de hand heeft gewerkt.

In de eerste plaats ging een ruime liquiditeit in het verleden over het algemeen gepaard met aanzienlijke stijgingen van de prijzen van sommige activa, zoals aandelen en vastgoed. Hoewel een situatie van speculatieve zeepbellen op de obligatiemarkt minder voorkomt, gelet op de vaste prijs van die effecten op de vervaldatum, kunnen ook de obligatiekoersen in sommige omstandigheden zeer forse stijgingen ondergaan. Zo gaven de marktdeelnemers, gezien de relatief grote risico-aversie na de beurscrash van 2001 en de renteverlagingen in de Verenigde Staten en Europa vanaf 2001, de voorkeur aan kortlopende leningen en beleggingen in langlopende effecten, die worden vergoed tegen een hogere rente. Een gedeelte van de liquiditeit kan dus een toename van de vraag naar langlopende effecten teweeg hebben gebracht en derhalve de daling van de lange rente.

Ten tweede kan het accommoderend monetair beleid in sommige economieën, door de *carry trade* op de valutamarkten te bevorderen, ook de langetermijnrente op een relatief laag peil gehouden hebben. *Carry trade* bestaat erin leningen aan te gaan in een munt met een gering rentetarief en te beleggen in effecten die in een beter

vergoede valuta luiden. Vanaf 2004 is de Federal Reserve geleidelijk een restrictiever monetair beleid beginnen voeren en bracht zo een toenemend verschil tussen de vergoeding van de in dollar luidende effecten en die van in andere valuta's luidende effecten, zoals de yen, teweeg. Die bewegingen werkten zo de stijging van de prijs van de in dollar luidende effecten in de hand en dus de vermindering van hun rendement. Die *carry trade* heeft tevens bijgedragen aan de depreciatie van de valuta's met een geringe vergoeding, waardoor dat verschijnsel werd versterkt. Er zijn echter weinig cijfers beschikbaar met betrekking tot die speculatieve transacties en hun mogelijke impact op de lange rente, maar de recente onrust op de financiële markten eind februari heeft aangetoond dat die portefeuillebewegingen aanzienlijk kunnen zijn.

Het dient echter te worden opgemerkt dat het samenvallen van de overloed aan liquiditeiten met het lage rentepercentage niet noodzakelijk impliceert dat de ruime liquiditeit een negatieve weerslag had op de rente. De causaliteit kan ook omgekeerd worden. Zo vermindert het lage rentepercentage van de langlopende rente de opportuniteitskosten voor het aanhouden van kortlopende financiële activa en noopt de beleggers er dan ook toe hun geld te beleggen in kortlopende tegoeden, zoals termijndeposito's, die opgenomen zijn in de monetaire aggregaten.

Conclusies

Sinds medio 2004 is de rendementscurve aanzienlijk afgevlakt in het eurogebied, maar ook in de Verenigde Staten, waar sinds medio 2006 zelfs een lichte inversie werd opgetekend. Uit de analyse blijkt dat dit verschijnsel, naast het restrictievere monetaire beleid, het resultaat is van een aanzienlijke daling van de risicopremie en met name van haar reële component tijdens de periode van medio 2004 tot medio 2005. Voorts toont de analyse aan dat die inkrimping, welke zich sindsdien geconsolideerd heeft, vooral veroorzaakt werd door een sterke vraag naar overheidsobligaties vanwege atypische beleggers, inzonderheid vanwege de Aziatische centrale banken en de pensioenfondsen. Die beleggers, in het bijzonder de Aziatische centrale banken, gaven de voorkeur aan het aanhouden van Amerikaanse effecten. De toenemende integratie van de financiële markten heeft er echter voor gezorgd dat die factoren ook een weerslag gehad hebben op de langetermijnrente in het eurogebied.

Voorts werd in dit artikel de weerslag onderzocht van de daling van de risicopremie op de kwaliteit van de rendementscurve als indicator van het toekomstige activiteitenverloop en van de inflatieverwachtingen.

Daar de inkrimping van de risicopremie maar in beperkte mate toe te schrijven is aan een daling van de inflatiepremie, wordt de betrouwbaarheid van de *break-even*-inflatie als indicator van de inflatieverwachtingen niet sterk beïnvloed. Het bestaan van een weliswaar geringe in de *break-even*-inflatie vervatte inflatiepremie maakt die maatstaf echter onvolmaakt. Sinds 2004 schommelde de *break-even*-inflatie rond 2,1 pct., wat, indien rekening wordt gehouden met die risicopremie, in overeenstemming is met prijsstabiliteit, zoals die door de Raad van Bestuur van de ECB wordt gedefinieerd. Een en ander wijst er derhalve op dat de monetaire autoriteiten erin geslaagd zijn de inflatieverwachtingen stevig te verankeren.

De analyse toont daarentegen aan dat de kwaliteit van de rendementscurve als vooruitlopende conjunctuurindicator wel wordt beïnvloed door de inkrimping van de risicopremie. Precies omdat de afvlakking van de rendementscurve veeleer resulteert uit een wijziging van de risicopremie dan uit een herziening van de renteverwachtingen moet de huidige afvlakking van de rentecurve niet worden geïnterpreteerd als een voorteken voor een uitgesproken vertraging van de economische activiteit. Nadat gedurende verscheidene kwartalen een uitzonderlijke groei werd opgetekend, kan echter wel een terugkeer naar een duurzame groei worden verwacht, wat in overeenstemming is met de in december 2005 ingezette verkrapting van het monetaire beleid. In de huidige context, gekenmerkt door aanzienlijke veranderingen van de risicopremie, is het dus van essentieel belang rekening te houden met die wijzigingen, wanneer de rendementscurve gehanteerd wordt als vooruitlopende indicator van de economische activiteit.

Ten slotte kan de afvlakking van de rendementscurve ook meer directe gevolgen hebben voor de monetaire beleidsvoering. Algemeen gaat de inkrimping van de risicopremie gepaard met een versoepeling van de financiële voorwaarden, die de geaggregeerde vraag stimuleert. Een dergelijke situatie kan dus inflatoire druk met zich brengen. Bijgevolg is een grotere waakzaamheid van de monetaire autoriteiten geboden om de prijsstabiliteit op de middellange termijn te handhaven en, indien die risico's zich zouden materialiseren, moeten ze de monetaire voorwaarden effectief verkrappen om prijsstabiliteit op de middellange termijn te handhaven. Die grotere waakzaamheid is des te meer aangewezen indien de daling van de risicopremie niet resulteert uit het verloop van de macro-economische fundamentals. In het laatste geval rijst ook het gevaar van een eventuele opwaartse correctie van de langetermijnrente. Er moet echter ook worden opgemerkt dat de vraag van de atypische beleggers thans structureler lijkt dat die welke het gevolg was

van de «vlucht naar kwaliteit» die ten grondslag lag aan de daling van de risicopremie tijdens de periode 1997-1998. De daling van de risicopremie die plaatsvond tussen juni 2004 en juni 2005, lijkt dus persistenter te zijn dan die welke werd opgetekend tussen medio 1997 en eind 1998.

Bibliografie

Ang, A., M. Piazzesi en M. Wei (2006), « What does the yield curve tell us about GDP growth ? », *Journal of Econometrics*, 131, 359-403.

Bernanke, B. (2004), « Speech at the Meetings of the Eastern Economic Association », *Washington, DC*, February, 20.

Bernanke, B., V. Reinhart en B. Sack (2005), « Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1-78.

Direction générale du Trésor et de la politique économique (2005), « Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques: un bilan de l'émission des obligations françaises indexées sur l'inflation », novembre 2005.

ECB (2006), « De invloed van risicopremies op de recente afvlakking van de rendementscurve in het eurogebied », *ECB Maandbericht*, december, 32-33.

ECB (2007), « Long-term real and inflation risk premia in the euro area bond market », *ECB Monthly Bulletin*, April, 28-29.

Kim, D.H. en J.H. Wright (2005), « *An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates* », Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, 2005-33.

Kozicki, S. en G. Sellon (2005), « *Long-term Perspectives on the Yield Curve and Monetary Policy* », Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, 4th quarter.

Kremer, M. en T. Werner (2006), « *Do term premia affect the predictive power of the German yield curve for future economic activity?* » mimeo.

Rudebusch, G.D., E.T. Swanson en T. Wu (2006), « *The bond yield «conundrum» from a macro-finance perspective* », Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, 2006-16.

Rudebusch, G.D. en T. Wu (2004), « *A macro-finance model of the term structure, monetary policy and the economy* », Society for Economic Dynamics Meeting Papers, 104.

Stock, J. en M. Watson (2002), « *Has the business cycle changed and why?* », NBER Working Paper Series, 9127.

Recente tendensen inzake vennootschapsbelasting

K. Van Cauter
L. Van Meensel⁽¹⁾

Inleiding

De vennootschapsbelasting in België staat – net als in de andere Europese landen – onder druk door de veranderende internationale omgeving. De globalisering van de economie en de daarmee gepaard gaande toegenomen mobiliteit van het kapitaal zou leiden tot concurrentie op het vlak van de tarieven van de vennootschapsbelasting tussen landen om directe investeringen en zeer mobiele winststromen aan te trekken. Het tarief van de vennootschapsbelasting is immers een belangrijk element dat bedrijven bekijken wanneer ze een investeringslocatie zoeken (naast andere factoren zoals de aanwezigheid van een goede infrastructuur, arbeidskrachten en de nabijheid van grondstoffen en afzetmarkten). Dit zou kunnen leiden tot een erosie van de belastbare grondslag in andere landen, waarop die op hun beurt worden gedwongen om hun tarieven te verlagen. Bij sommigen bestaat dan ook de vrees dat dit uiteindelijk zou kunnen leiden tot een «*race to the bottom*» van de tarieven en een door de maatschappij als te laag beschouwde belastingdruk op de winsten van vennootschappen, die de overheid ertoe zou kunnen dwingen om nuttige publieke voorzieningen te beperken of de belastingdruk te verschuiven naar andere belastbare grondslagen zoals arbeid of consumptie.

Het opzet van dit artikel is een beeld te schetsen van de evolutie van de internationale context inzake de belastingdruk op vennootschapswinsten en de wijze waarop de Belgische overheid hierop tracht in te spelen. Hiervoor zullen eerst de verschillende indicatoren die de belastingdruk op de winsten van vennootschappen meten worden

toegelicht. Daarna zal een overzicht worden gegeven van de recente internationale ontwikkelingen op het vlak van de tarieven van de vennootschapsbelasting. Vervolgens zal de vennootschapsbelasting in België worden geanalyseerd, waarbij een bijzondere aandacht zal worden besteed aan de hervormingen van dit stelsel. In een volgend hoofdstuk zal de Europese coördinatie inzake vennootschapsbelasting aan bod komen. Ten slotte worden de voornaamste bevindingen samengevat.

1. Maatstaven voor de belastingdruk op de winsten van vennootschappen

Het is nuttig een overzicht te geven van de indicatoren die in dit artikel worden gebruikt om de belastingdruk op de winsten van vennootschappen weer te geven. De literatuur in verband met vennootschapsbelasting kent hiervoor immers verschillende maatstaven. Deze hebben elk hun voor- en nadelen. De diverse tarieven vullen elkaar aan en een grondige analyse zal dan ook vereisen dat de meeste aan bod komen.

1.1 Nominaal standaardtarief

De bekendste maatstaf is het nominale tarief van de vennootschapsbelasting dat doorgaans wordt gebruikt in internationale vergelijkingen. Dit standaardtarief is de som van het hoogste federale tarief en eventuele belastingen op lagere overheidsniveaus. Door zijn eenvoud en beschikbaarheid heeft dit tarief een belangrijke signaalfunctie. Het is een bepalende factor op het vlak van winstverschuivingen tussen de diverse entiteiten van een

(1) De auteurs danken C. Valenduc voor zijn opmerkingen.

multinationale onderneming die gesitueerd zijn in verschillende landen. Multinationale ondernemingen zullen immers trachten de gerapporteerde winsten te drukken in landen met hoge nominale tarieven en deze te verschuiven naar landen met lage nominale tarieven.

Een overzicht van de hoogste nominale tarieven in verschillende landen geeft evenwel slechts een partieel beeld van de werkelijke belastingdruk op de vennootschappen. Dit komt omdat de belastbare basis van de vennootschapsbelasting door belastingaftrekken, afschrijvingsmethoden of het bestaan van voorkeurstelsels sterk kan verschillen tussen landen en tussen vennootschappen en zo de effectieve belastingdruk kan beïnvloeden. Bovendien hanteren vele landen (waaronder België) in bepaalde gevallen lagere tarieven.

Er werden dan ook verschillende andere maatstaven ontwikkeld die trachten een beter beeld te geven van de feitelijke belastingdruk door rekening te houden met de belastbare basis. Er kan hierbij een onderscheid worden gemaakt tussen, enerzijds, de maatstaven die zijn gebaseerd op statistieken en, anderzijds, deze die zijn gebaseerd op parameters uit de belastingwetgeving.

1.2 Impliciete tarieven

De maatstaven op basis van statistieken worden doorgaans impliciete tarieven genoemd. Zij tonen de belastingdruk op de winsten van vennootschappen voor een periode in het verleden. Ze zijn zeer divers, zowel op het vlak van de ondernemingen die worden onderzocht als van de definitie die wordt gehanteerd voor de belastbare basis. Zo kunnen er impliciete tarieven worden berekend op basis van de nationale rekeningen, op basis van jaarrekeningen of op basis van fiscale aangiften.

Bij impliciete tarieven op basis van de nationale rekeningen wordt de door de overheid ontvangen vennootschapsbelasting gedeeld door een macro-economische indicator die zo goed mogelijk overeenstemt met de belastbare basis. Vaak is dit de som van het netto- of bruto-exploitatatieoverschot van de vennootschappen en een benaderend concept van het financiële resultaat. Een voordeel van deze werkwijze is dat gebruik wordt gemaakt van de meest exhaustieve statistieken waarin de gegevens van alle vennootschappen, inclusief de quasi-vennootschappen, zijn vervat. Bovendien wordt rekening gehouden met alle kenmerken van het belastingsysteem, zoals de fiscale uitgaven of de preferentiële stelsels. Een nadeel is wel dat de gehanteerde macro-economische basis soms sterk kan afwijken van de basis die effectief wordt gebruikt voor de berekening van de belasting,

onder meer omwille van verschillende concepten inzake afschrijvingen. Een ander nadeel is dat deze maatstaven conjunctuurgevoelig zijn. Het exploitatieoverschot in de nationale rekeningen is immers de som van de winsten en de verliezen die vennootschappen maken. In de periodes van laagconjunctuur zullen de verliezen relatief groter zijn, wat de totale bedrijfswinst vóór belastingen in de nationale rekeningen drukt en het berekende impliciete tarief opdrijft. Om de conjunctuurgevoeligheid te beperken worden deze tarieven veelal als gemiddelden over langere periodes berekend.

De impliciete tarieven op basis van jaarrekeningen hebben dit laatste nadeel niet aangezien de vennootschappen die winst maken kunnen worden afgezonderd. Deze maatstaven worden doorgaans berekend op basis van individuele jaarrekeningen aangezien deze informatie meestal vlot beschikbaar is, in tegenstelling tot de geconsolideerde jaarrekeningen. Deze werkwijze kan het impliciete tarief vertekenen doordat dividenden in de ontvangende vennootschap in de belastbare basis worden opgenomen, terwijl deze grotendeels zijn vrijgesteld van belasting aangezien ze reeds bij de uitkerende vennootschap werden belast. Hiermee wordt de in de berekening in aanmerking genomen belastbare basis verhoogd, waardoor het impliciete tarief wordt verlaagd.

Het is ook mogelijk om impliciete tarieven te berekenen op basis van fiscale aangiften. Deze statistieken dekken alle vennootschappen waarvan de aangifte tijdig is afgehandeld. Bovendien is een opsplitsing naar vennootschappen met winst en verlies mogelijk, evenals correcties voor ontvangen dividenden. Dergelijke internationale vergelijkbare data zijn evenwel niet te vinden.

1.3 Effectieve tarieven

De maatstaven die worden berekend op basis van de belastingwetgeving worden doorgaans effectieve tarieven genoemd. Deze indicatoren houden rekening met een aantal belangrijke parameters uit de wetgeving zoals het nominale tarief, de behandeling van de voorraden, de toegelaten afschrijvingsmethoden, eventuele subsidies of investeringsaftrekken, evenals met de financieringswijze en het verwachte of vereiste rendement. Deze maatstaven zijn afhankelijk van de parameters die in aanmerking genomen worden. Ze hebben echter als voordeel dat ze de impact van de belastingen op nieuwe investeringsprojecten kunnen tonen. Het gemiddelde effectieve tarief geeft, voor een investering met een bepaald rendement vóór belasting, weer hoeveel van het rendement naar belastingen gaat. Het marginale effectieve tarief toont wat de belastingdruk is op een investering die na

belastingen nog juist het minimale rendement opbrengt om de investering te laten doorgaan.

2. Internationale ontwikkelingen inzake de vennootschapsbelasting

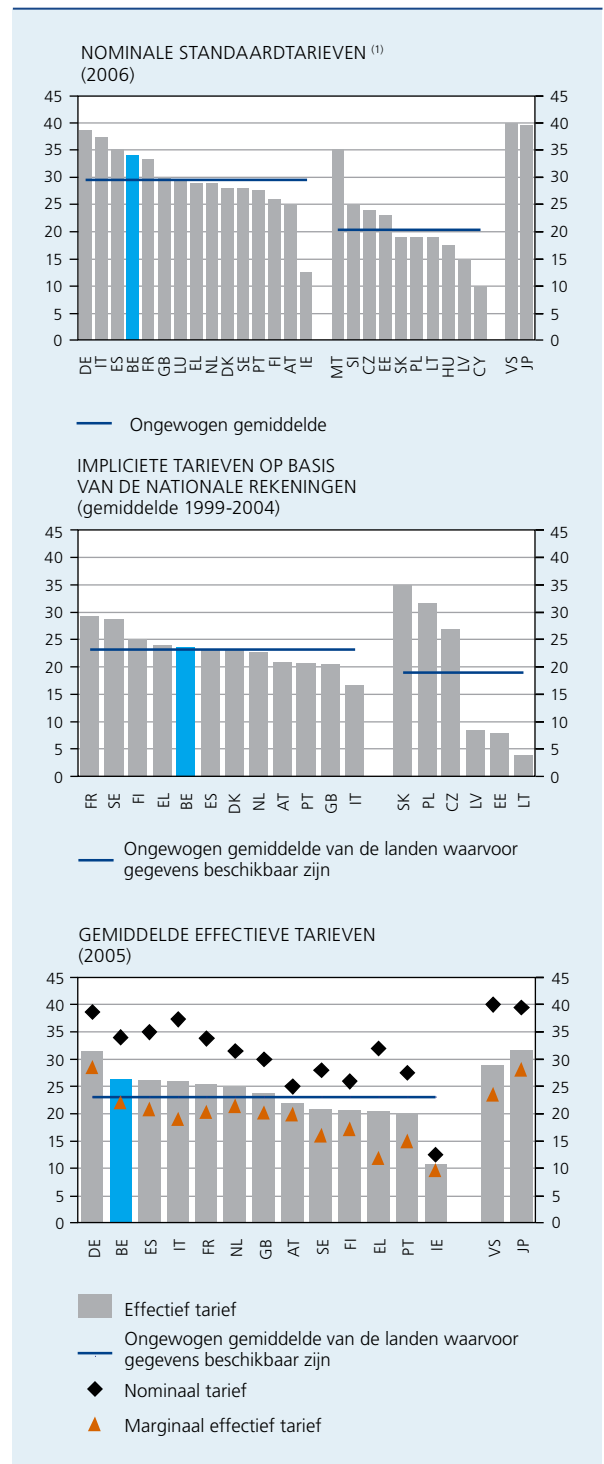
2.1 Overzicht van de actuele situatie

De « oude » EU-15-lidstaten laten momenteel nog steeds grote verschillen optekenen tussen hun hoogste nominale tarieven van de vennootschapsbelasting. Deze situeren zich in de meeste landen tussen de 25 en 35 pct. Duitsland en Italië hebben, met tarieven die in 2006 respectievelijk 38,6 en 37,3 pct. bedroegen, de hoogste druk op de vennootschapswinsten. Aan het andere uiteinde van het spectrum bevindt zich Ierland dat reeds verscheidene jaren de kaart van de fiscale aantrekkelijkheid trekt met een tarief dat momenteel 12,5 pct. bedraagt. Naast de Scandinavische landen, waar het tarief de voorbije jaren nagenoeg ongewijzigd is gebleven, situeren Portugal en Oostenrijk zich door tariefverlagingen in respectievelijk 2004 en 2005 aan de onderzijde van de vork⁽¹⁾. België situeert zich, ondanks de verlaging van het nominale tarief in 2003 naar 33,99 pct., boven het ongewogen gemiddelde van de EU-15 dat 29,5 pct. bedroeg in 2006.

Door de toetreding van tien nieuwe lidstaten tot de Europese Unie op 1 mei 2004 is de vrees voor een verhoogde fiscale concurrentie sterk toegenomen. Het gemiddelde tarief in deze nieuwe lidstaten lag met 20,6 pct. in 2006 immers ongeveer 10 procentpunten lager dan het gemiddelde van de EU-15. Malta is duidelijk een uitzondering met een tarief van 35 pct. Ook de situatie van Cyprus is opvallend, aangezien het nominale tarief er slechts 10 pct. bedraagt en dus onder dat van Ierland ligt. Het tarief in de andere nieuwe lidstaten situeert zich voornamelijk tussen de 15 en 25 pct. Op te merken valt dat voor Estland het tarief is genomen voor winsten die worden uitgekeerd; winsten die worden gereserveerd, zijn er immers onderworpen aan een nultarief.

De nominale tarieven van de vennootschapsbelasting in Europa zijn laag in vergelijking met die in andere werelddelen. Zowel in de Verenigde Staten als in Japan bedroeg het nominale tarief in 2006 ongeveer 40 pct., wat 10 procentpunten hoger is dan het gemiddelde in de EU-15 en ook hoger dan de tarieven die gangbaar zijn in alle lidstaten van de EU afzonderlijk. De Verenigde Staten en Japan hanteren, net als verscheidene Europese landen, een imputatiesysteem. Dit houdt in dat multinationale ondernemingen in eigen land worden belast op het geheel van hun winsten, ongeacht waar deze zijn

GRAFIEK 1 INDICATOREN VAN DE BELASTINGSDRUK OP DE WINSTEN VAN VENNOOTSCHAPPEN (procenten)



Bronnen: EC, IFS.

(1) Het betreft het hoogste marginale tarief, inclusief eventuele op lokaal of regionaal niveau geheven belastingen op vennootschapswinsten.

(1) De relatief lage tarieven van de vennootschapsbelasting in de Scandinavische landen contrasteren met hun relatief hoge heffingen op andere belastbare basissen zoals consumptie of arbeid.

gerealiseerd⁽¹⁾. De vennootschappen kunnen wel een belastingkrediet krijgen voor buitenlandse belastingen die ze hebben betaald.

Uit een vergelijking van de impliciete tarieven voor de periode 1999-2004 op basis van de nationale rekeningen blijkt dat het Belgische tarief nagenoeg overeenstemt met het gemiddelde van de EU-15-landen waarvoor gegevens beschikbaar zijn. De impliciete tarieven tonen dan ook een enigszins afwijkend beeld in vergelijking met de nominale tarieven. Dit is onder meer te verklaren door het bestaan van het stelsel voor coördinatiecentra in België, die omvangrijke fiscale voordelen genieten. De Scandinavische landen, die vrij lage nominale tarieven kennen, hebben daarentegen impliciete tarieven die boven of in de lijn met dit gemiddelde liggen. De lage nominale tarieven in deze landen gaan immers gepaard met vrij ruime belastbare basissen waarop weinig aftrekken worden toegestaan.

Gegevens over de gemiddelde effectieve tarieven worden gepubliceerd door het Institute for Fiscal Studies (IFS)⁽²⁾. Deze maatstaven zijn niet exhaustief, daar ze alleen de invloed van de belangrijkste fiscale regels in rekening brengen; ze geven evenwel een benadering van de complexe wetgevingen. In 2005 situeerden de gemiddelde effectieve tarieven zich allemaal onder de nominale tarieven, wat betekent dat alle landen fiscale voordelen toekennen, zoals bijvoorbeeld onder de vorm van versnelde afschrijvingen. De volgorde van de landen loopt in grote mate gelijk met deze op basis van de nominale standaardtarieven. Dit is weinig verwonderlijk omdat bij hogere rendementen vóór belasting het nominale tarief een grotere rol speelt. Belastingaftrekken zijn immers vaak begrensd tot een bepaald bedrag. Op het vlak van het gemiddelde effectieve tarief situeert België zich bij de landen met een relatief hoog tarief, nl. op de tweede plaats achter Duitsland. Het Belgische tarief ligt met 26,4 pct. 3,3 procentpunten hoger dan het gemiddelde van de EU-15-landen waarvoor gegevens beschikbaar zijn.

2.2 Recente ontwikkelingen

2.2.1 Dalende nominale tarieven

Er kan in Europa onmiskenbaar een trend van dalende nominale tarieven van de vennootschapsbelasting worden vastgesteld. Deze beperkt zich echter niet tot de recentste periode. Het gemiddelde nominale tarief van de vennootschapsbelasting in de EU-15 is immers gestaag gedaald van 49 pct. in 1985 tot iets minder dan 30 pct. in 2006. De grootste daling deed zich voor tussen 1985 en 1995; het tarief nam in deze periode af met meer dan tien

procentpunten tot 38 pct. Tussen 1995 en 2000 bleef het vrijwel constant, maar de laatste zes jaar is het gemiddelde tarief verder gedaald tot 29,5 pct. In de tien nieuwe lidstaten zijn de tarieven nog sterker gedaald, van 30,6 pct. in 1995 tot 20,3 pct. in 2006. Ook de VS en Japan hebben ten opzichte van 1985 hun tarief verminderd. De laatste belangrijke vermindering in Japan dateert van 1999, terwijl in de VS de laatste grote hervorming reeds dateert van 1987.

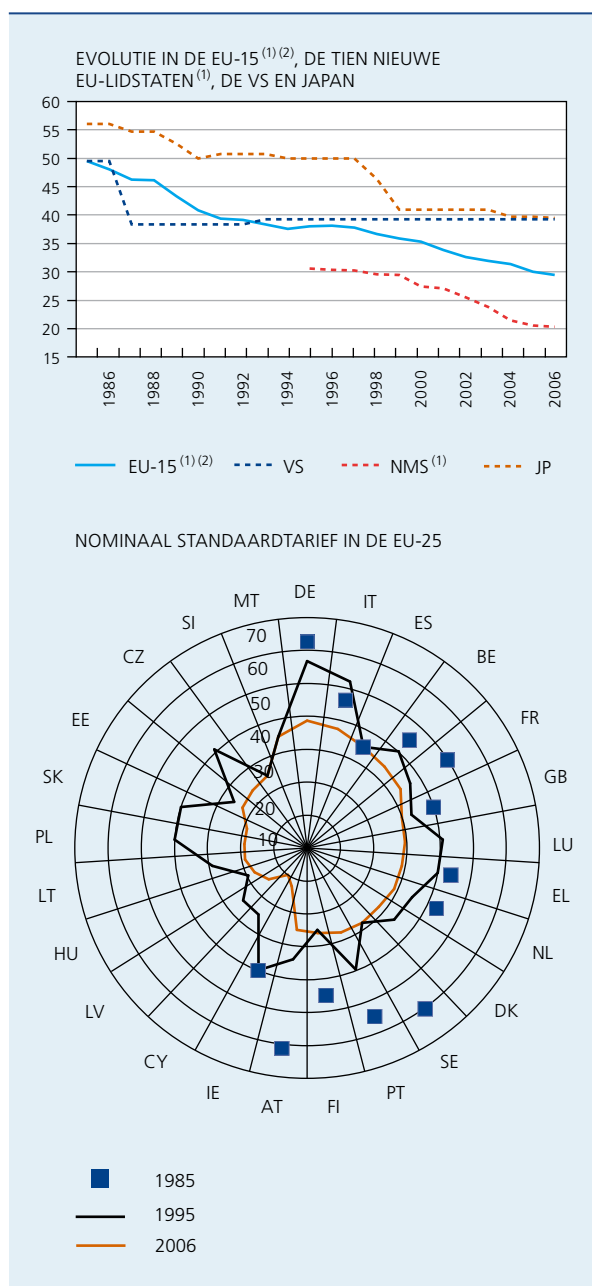
De daling van het gemiddelde tarief in de EU-25 van 35 pct. in 1995 naar 25,8 pct. in 2006 is niet louter het gevolg van de ontwikkelingen in enkele landen. Sinds 1995 is immers in nagenoeg alle Europese landen het nominale tarief van de vennootschapsbelasting één of meerdere keren verlaagd. Enkel in Finland steeg sinds 1995 het toenmalige (lage) tarief van 25 naar 26 pct. In Spanje, Malta, Slovenië en Zweden bleef het nominale tarief constant. In de periode van 2003 tot 2005 hebben maar liefst 14 lidstaten van de EU-25 een tariefverlaging doorgevoerd. Voor nagenoeg alle landen ligt het nominale standaardtarief momenteel dan ook op een peil dat significant lager is dan de niveaus van 1995, die op hun beurt dikwijls aanzienlijk lager waren dan die van 1985. Op dat ogenblik hadden Zweden, Oostenrijk en Duitsland trouwens nog een tarief dat boven de 60 pct. lag.

De tendens van dalende nominale tarieven zal zich bovendien in de nabije toekomst naar alle verwachting voortzetten. In verscheidene landen is de beslissing om het tarief de komende jaren te verminderen al genomen of circuleren er wetsontwerpen in die zin die worden gesteund door de regering. Dit is onder meer het geval in Duitsland, Nederland, het Verenigd Koninkrijk, Spanje, Griekenland, Slovenië, Estland en Litouwen. Deze wijzigingen zullen er naar alle waarschijnlijkheid toe leiden dat het huidige Belgische tarief weldra opnieuw tot de hoogste van Europa zal behoren. In de EU-25 zullen enkel de tarieven van België, Italië en Malta zich boven de 30 pct. situeren en het verschil tussen het Belgische tarief en het gemiddelde van de EU zal – behoudens nieuwe maatregelen – opnieuw oplopen.

(1) De belasting van de in het buitenland gerealiseerde winsten vindt doorgaans enkel plaats wanneer de dividenden worden gerepatriëerd en bovendien bestaan er veelal omvangrijke uitzonderingsbepalingen.

(2) Deze berekening gebruikt grote ondernemingen uit de verwerkende nijverheid die zich kunnen financieren op de internationale kapitaalmarkt, maar die geen beroep doen op een vennootschap met een fiscaal gunstregime en die een investering in 5 verschillende productcategorieën doen door middel van 3 financieringswijzen (kapitaalbreng, lening, autofinanciering). Het rendement van de investering vóór belasting bedraagt 20 procent.

GRAFIEK 2 NOMINALE STANDAARDTARIEVEN OP DE WINSTEN VAN VENNOOTSCHAPPEN (procenten)



Bronnen : EC, IFS.
 (1) Ongewogen gemiddelde.
 (2) Tot 1995 exclusief Luxemburg en Denemarken.

2.2.2 Geen dalende ontvangsten

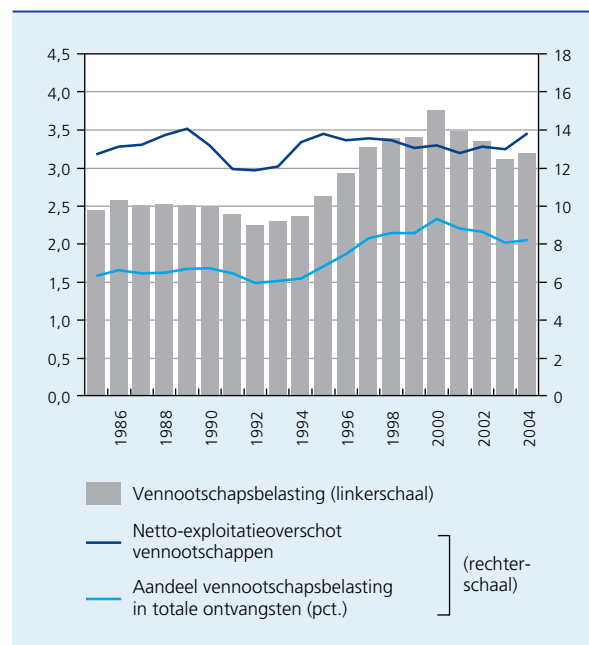
Niettegenstaande het feit dat de Europese landen hun nominale tarieven van de vennootschapsbelasting de afgelopen decennia in belangrijke mate hebben verlaagd – het gemiddelde nominale tarief in de EU-15 is sinds 1985 met 19 procentpunten gedaald –, moeten

de effectieve gevolgen van deze dalingen worden genuanceerd.

Zo blijkt dat de gemiddelde opbrengst van de vennootschapsbelasting in verhouding tot het bbp in de EU-15, ondanks deze daling van de nominale tarieven, niet is afgenomen. Integendeel, de ontvangsten van deze belasting, die uiteraard conjunctuurgevoelig zijn, zijn sinds 1985 zelfs in belangrijke mate toegenomen.

Dit geeft aan dat in deze periode de belastbare basis fors is toegenomen. Op basis van de beschikbare gegevens van het netto-exploitatieoverschot kan echter niet worden gesteld dat het verloop hiervan uitsluitend verantwoordelijk is voor de toename van de ontvangsten van de vennootschapsbelasting. Dit duidt erop dat de verlagingen van de nominale tarieven ook zijn gepaard gegaan met een verbreding van de basis die gebruikt wordt om de vennootschapsbelasting te berekenen. Concreet betekent dit dat compenserende maatregelen zijn genomen, onder andere doordat belastingaftrekken of preferentiële stelsels die belastingvoordelen toekennen zijn teruggedraaid. Het zou er ook op kunnen wijzen dat de strijd tegen fiscale ontwijking en fraude is verscherpt en meer succesvol is geweest. Ook de aangekondigde verdere verlagingen in sommige EU-landen lijken gepaard te zullen gaan met compensatiemaatregelen die de budgettaire kosten in belangrijke mate beperken.

GRAFIEK 3 BELASTINGOPBRENGST EN BELASTBARE BASIS IN DE EU-15 (procenten bbp, tenzij anders vermeld)



Bronnen : EC, OESO.

Door deze verlaging van het tarief van de vennootschapsbelasting en de verbreding van de belastbare basis is deze belasting neutraler geworden in de zin dat de marktallocatie minder wordt verstoord, wat vanuit een standpunt van economische efficiëntie aan te moedigen is.

3. Vennootschapsbelasting in België

3.1 Kenmerken van de vennootschapsbelasting

Net als in andere landen is de berekening van de verschuldigde vennootschapsbelasting in België een complexe materie. De belastbare basis is gebaseerd op de boekhoudkundige winst of verlies. Deze dient evenwel op verschillende punten te worden aangepast, onder meer om rekening te houden met buitenlandse winsten, niet-belastbare bestanddelen, de dividenden van participaties in andere vennootschappen (via het systeem van definitief belaste inkomens), vroegere verliezen en de investeringsaftrek⁽¹⁾.

Het standaardbelastingtarief dat op de aldus bepaalde belastbare basis van toepassing is bedraagt momenteel 33 pct. Door de aanvullende crisisbijdrage van 3 pct. die op deze belasting is verschuldigd, ligt het hoogste nominale tarief de facto op 33,99 pct. Onder bepaalde voorwaarden kunnen verlaagde tarieven van toepassing zijn voor kmo's.

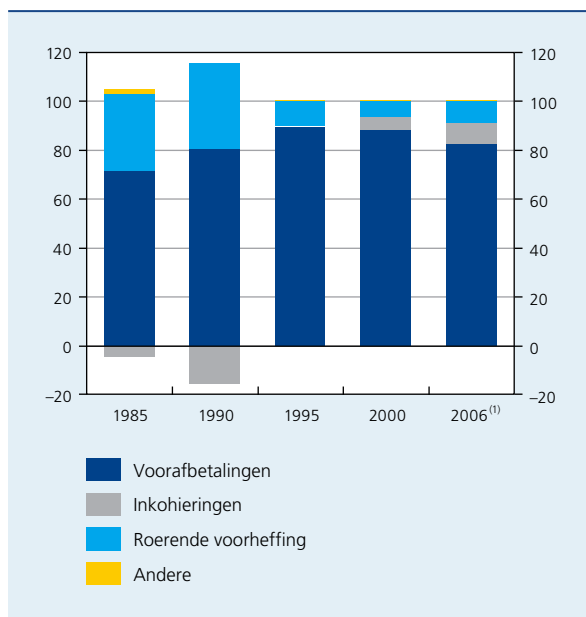
Naast dit algemene stelsel van vennootschapsbelasting, bestaan er in België eveneens enkele uitzonderingsregelingen, met als belangrijkste het stelsel van de coördinatiecentra⁽²⁾ – een stelsel dat zal verdwijnen na 2010 – en van de beleggingsvennootschappen met vast of veranderlijk kapitaal (bevaks en beveks).

3.2 Componenten van de vennootschapsbelasting

De ontvangsten van de vennootschapsbelasting bestaan in België voornamelijk uit drie componenten, met name de voorafbetalingen, de roerende voorheffing en de inkohieringen.

Het grootste deel van de vennootschapsbelasting wordt betaald onder de vorm van de voorafbetalingen die de vennootschappen op vastgestelde tijdstippen tijdens het jaar verrichten. Indien vennootschappen ontoereikende voorafbetalingen doen ondergaan ze een substantiële belastingvermeerdering op de verschuldigde belasting. In 2006 bedroeg het aandeel van de voorafbetalingen in de totale door de overheid ontvangen vennootschapsbelasting 82,7 pct.

GRAFIEK 4 COMPONENTEN VAN DE VENNOOTSCHAPSBELASTING
(in procenten van de totale vennootschapsbelasting)



Bronnen : INR, NBB.

(1) De inkohieringen in 2006 werden gecorrigeerd voor de versnelling in het ritme van de inningen.

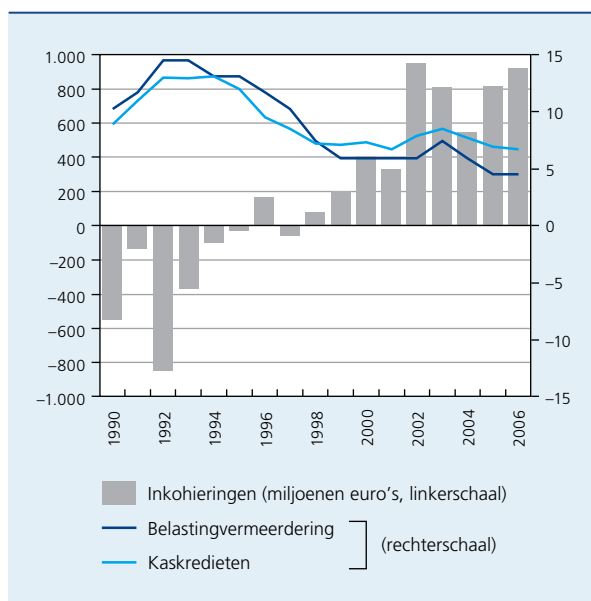
De roerende voorheffing die wordt betaald door vennootschappen is een echte voorheffing, in tegenstelling tot die bij particulieren, waar ze bevrijdend werkt. De roerende voorheffing maakte in 2006 8,8 pct. uit van de vennootschapsbelasting. Dit aandeel bedroeg echter nog 31,2 pct. in 1985. Deze forse daling is een gevolg van de verlaging in 1990 van het tarief van de roerende voorheffing van 25 naar 10 pct. op nieuwe vastrentende financiële activa en de invoering van de moeder-dochterrichtlijn op 15 oktober 1990, waarbij onder bepaalde voorwaarden de dividenduitkeringen van de dochteronderneming aan de moedervernootschap zijn vrijgesteld van de roerende voorheffing.

De definitieve afrekening van de verschuldigde vennootschapsbelasting gebeurt via de inkohieringen. Indien de uiteindelijk verschuldigde belasting hoger of lager uitvalt

(1) Voor een uitgebreide toelichting van de berekeningswijze wordt verwezen naar het Fiscaal Memento (Deloddere e.a., 2006).

(2) Een coördinatiecentrum dient deel uit te maken van een internationale groep, waarvan het geconsolideerde kapitaal minimum 24 miljoen euro bedraagt en die een geconsolideerde jaaromzet van minimum 240 miljoen euro heeft. Het buitenlands eigen vermogen moet minimum 12 miljoen euro bedragen of 20 pct. van het geconsolideerde eigen vermogen van de groep. Na twee jaar moet het coördinatiecentrum minimum 10 voltijdse werknemers in dienst hebben. Sinds 1993 moet het per voltijdse personeelslid jaarlijks 10.000 euro belasting betalen. De coördinatiecentra worden niet belast op hun gerealiseerde winsten, maar ze worden belast met het standaardtarief op een percentage (in de regel 8 pct.) van een deel van hun werkingskosten. De werkingskosten worden berekend zonder de personeelskosten of financiële kosten in rekening te brengen. Naast deze voordelige bepaling van de belastbare basis, zijn de coördinatiecentra vrijgesteld van de onroerende voorheffing en van de roerende voorheffing op de dividenden of interesten betaald aan aandeelhouders of schuldeisers. De fiscale voordelen maken dat het impliciete belastingtarief op de winsten van coördinatiecentra rond de 1 à 2 pct. bedraagt.

GRAFIEK 5 INKOHIERINGEN EN TARIEF VAN DE BELASTINGVERMEERDERING INZAKE VENNOOTSCHAPSBELASTING⁽¹⁾
(procenten, tenzij anders vermeld)



Bronnen : INR, FOD Financiën, NBB.

(1) De inkohieringen in 2006 werden gecorrigeerd voor de versnelling in het ritme van de inningen.

dan de som van de betaalde voorafbetalingen en de roerende voorheffing, dan leidt dit tot een terugbetaling (negatieve inkohieringen) of bijbetaling (positieve inkohieringen) van de belastingen. In 2006 resulteerden de netto-inkohieringen in een ontvangst voor de overheid ten belope van 8,4 pct. van de vennootschapsbelasting⁽¹⁾. Dit contrasteert sterk met de situatie in het begin van de jaren negentig toen de inkohieringen sterk negatief waren. Deze evolutie is grotendeels een gevolg van het feit dat vóór de invoering van de moeder-dochterrichtlijn op 23 juli 1990, sommige vennootschappen – voornamelijk uit de financiële sector – grote bedragen aan roerende voorheffing betaalden op bedragen die reeds vroeger waren belast en die bij de belastingberekening werden vrijgesteld door systemen om dubbele belasting te vermijden. Bovendien is het voor vennootschappen die over onvoldoende liquide middelen beschikken minder interessant geworden om een kortlopende lening aan te gaan bij een bank en voorafbetalingen te verrichten en zo de

(1) De inkohieringen in 2006 werden gecorrigeerd voor de versnelling in het ritme van de inningen.

(2) De basisrentevoet die voor de berekening van de belastingvermeerdering wordt gebruikt is het marginale belastingtarief dat de ECB in het voorlaatste jaar voorafgaand aan het aanslagjaar hanteert. Deze rentevoet wordt vermenigvuldigd met een gemiddelde factor 2,25. Voor het aanslagjaar 2006 bedraagt de belastingvermeerdering aldus 6,75 pct. van het ontoereikende basisbedrag; ervan uitgaande dat er gemiddeld ongeveer 18 maanden liggen tussen het tijdstip van de voorafbetalingen en het uiteindelijke moment van inkohiering geeft dit een belastingvermeerdering van 4,45 pct. op jaarbasis.

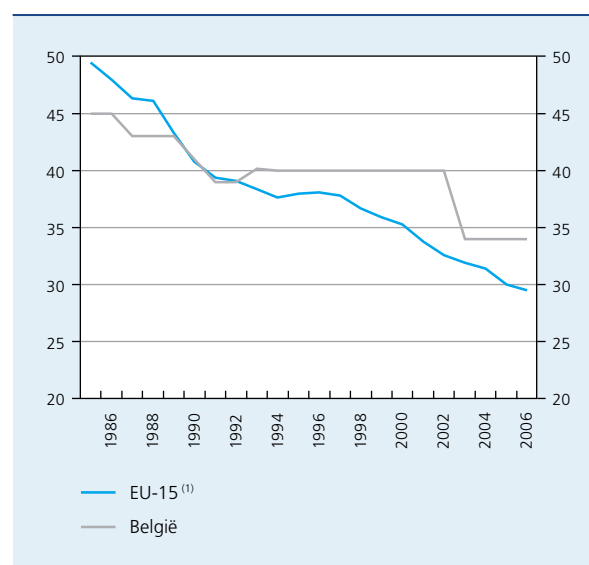
(3) Enkel in 1993 was er een verhoging van het tarief door de invoering van de aanvullende crisisbijdrage van 3 pct. op het toenmalige tarief van 39 pct.

belastingvermeerdering te ontlopen. De daling van de rentetarieven op korte termijn heeft immers geleid tot een sterke daling van het tarief van de belastingvermeerdering, terwijl het gemiddelde rentetarief voor het kaskrediet ook daalde, maar in veel mindere mate⁽²⁾.

3.3 Recente belastinghervormingen

Het hoogste nominale belastingtarief op de vennootschapswinsten is ook in België in de loop van de voorbije decennia sterk gedaald. In 1983 werd dit tarief vermindert van 48 pct. tot 45 pct., waardoor het iets onder het gemiddelde in de EU-15 kwam te liggen. In de daarop volgende periode is het gemiddelde tarief in de EU-15 echter beduidend sneller gedaald dan het Belgische tarief, dat weliswaar nog verder werd verlaagd in 1987 en in de periode 1990-1991⁽³⁾, zodat een kloof ontstond die gedurende de hele negentiger jaren is blijven bestaan. Na 2000 groeide deze kloof echter aan tot 7 procentpunten door nieuwe dalingen in een aantal landen van de EU-15. Sindsdien heeft België op korte tijd twee hervormingen van de vennootschapsbelasting doorgevoerd met als voornaamste doelstellingen deze kloof met de andere landen in Europa te verkleinen en België aantrekkelijker te maken voor potentiële investeerders.

GRAFIEK 6 NOMINAAL STANDAARDTARIEF IN BELGIË EN DE EU-15
(procenten)



Bronnen : EC, IFS, NBB.

(1) Ongewogen gemiddelde; tot 1995 exclusief Luxemburg en Denemarken.

Met de hervorming van de vennootschapsbelasting die op 1 januari 2003 in werking is getreden, werden de nominale aanslagtarieven op de vennootschapswinsten in België fors verlaagd⁽¹⁾. Het standaardtarief daalde van 40,17 naar 33,99 pct. (inclusief een aanvullende crisisbijdrage van 3 pct.), maar ook de verlaagde tarieven voor kmo's werden vermindert. Tevens werd voorzien in een vrijstelling van de door kmo's voor investeringen gereserveerde winsten.

De hervorming diende evenwel te gebeuren binnen een budgettair neutraal kader waardoor diverse compensatiemaatregelen werden genomen. Zo werden onder meer de afschrijvingsregels aangepast, de voorwaarden voor het stelsel van de definitief belaste inkomens verstrakt en de liquidatieboni bij de inkoop van eigen aandelen door een vennootschap of de gehele of gedeeltelijke verdeling van het maatschappelijke vermogen voortaan onderworpen aan een roerende voorheffing van 10 pct. Op basis van een ex post analyse is het Rekenhof tot de conclusie gekomen dat deze hervorming vrijwel zeker minstens budgettair neutraal was (Rekenhof, 2005).

Door deze hervorming werd de kloof met het gemiddelde nominale tarief in de EU-15 in belangrijke mate verkleind. Door de recentste tariefdalingen in een aantal landen is het verschil tussen het Belgische standaardtarief en het EU-15-gemiddelde echter opnieuw opgelopen tot ongeveer 4 à 5 procentpunten. Dit verschil zal naar alle waarschijnlijkheid in de komende jaren verder toenemen, tenzij de Belgische overheid nieuwe maatregelen zou nemen.

Ondanks de belangrijke daling van het nominale tarief in 2003, werd reeds vrij vlug een bijkomende hervorming nodig geacht. In tegenstelling tot een nieuwe verlaging van het nominale tarief werd ditmaal geopteerd voor de invoering van een belastingaftrek voor risicokapitaal – deze maatregel is beter bekend onder de naam notionele interestaftrek – vanaf aanslagjaar 2007 (inkomens 2006). Daarnaast werd ook beslist om het registratierecht op de inbrengen in een vennootschap, dat voorheen 0,5 pct. bedroeg, te schrappen⁽²⁾.

De aftrek voor risicokapitaal werd ingevoerd om het verschil in behandeling tussen financiering via vreemd vermogen en eigen vermogen te verkleinen. In tegenstelling tot de interesten die, in principe, fiscaal aftrekbaar zijn en als dusdanig niet in de belastbare basis van een vennootschap worden opgenomen, maakt de winst integraal deel uit van de belastbare basis en wordt ze dan ook belast.

(1) Wet van 24 december 2002 tot wijziging van de vennootschapsregeling inzake inkomstenbelastingen en tot instelling van een systeem van voorafgaande beslissingen in fiscale zaken.

(2) Wet van 22 juni 2005 tot invoering van een belastingaftrek voor risicokapitaal.

(3) Het eigen vermogen zoals dat voorkomt op de balans wordt op een aantal punten gecorrigeerd om cascade-effecten en eventuele misbruiken tegen te gaan.

De nieuwe aftrek wordt in de praktijk berekend als een fictieve interest op het gecorrigeerde eigen vermogen⁽³⁾, die wordt afgetrokken van de belastbare basis. Het tarief voor de berekening van de fictieve interest is gelijk aan het gemiddelde niveau van de door het Rentenfonds maandelijks bekendgemaakte rentevoet op lineaire obligaties uitgegeven door de Belgische overheid met een looptijd van 10 jaar, zoals die was in het voorlaatste jaar vóór het aanslagjaar. Aldus wordt de gemiddelde rentevoet van 2005, namelijk 3,442 pct., genomen voor de berekeningen in het aanslagjaar 2007. Het tarief kan evenwel niet hoger zijn dan 6,5 pct. en de jaarlijkse verandering wordt begrensd tot 1 procentpunt. Voor kmo's wordt het basistarief verhoogd met 50 basispunten. Bovendien kunnen kmo's ervoor opteren om de fictieve interestaftrek voor risicokapitaal niet toe te passen en het vroegere stelsel van de investeringsreserve verder te hanteren.

De aftrek voor risicokapitaal leidt tot een reductie van het effectieve tarief van de vennootschapsbelasting. Deze vermindering is afhankelijk van het rendement op het eigen vermogen van de vennootschap. Zo reduceert deze aftrek bij een vennootschap die een rendement op het eigen vermogen realiseert van 5, 10 en 15 pct. en onderworpen is aan het nominale tarief van 33,99 pct. – andere mogelijke aftrekposten worden buiten beschouwing gelaten – het effectieve belastingtarief in het aanslagjaar 2007 tot respectievelijk 10,6, 22,3 en 26,2 pct.

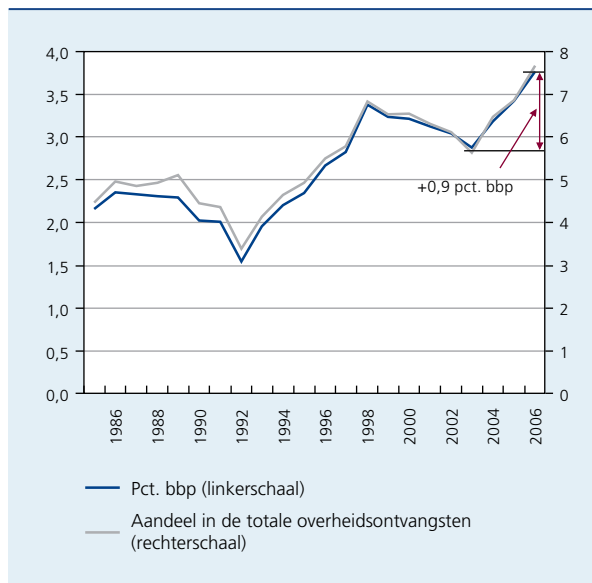
Om de minderontvangsten als gevolg van de invoering van de aftrek voor risicokapitaal en de afschaffing van het registratierecht op inbrengen in een vennootschap te compenseren werden verschillende maatregelen genomen, met als belangrijkste de striktere definitie van de gerealiseerde meerwaarden.

Een van de doelstellingen van de aftrek voor risicokapitaal is het eigen vermogen van de ondernemingen te versterken. Aangezien de gegevens van de kapitaalverhogingen in 2006 een zeer sterke toename vertonen, lijkt deze doelstelling te worden bewerkstelligd. Door de introductie van de aftrek voor risicokapitaal tracht de overheid ook een volwaardig alternatief te bieden voor de coördinatiecentra – dit fiscale stelsel moet verdwijnen tegen 2010 – dat in overeenstemming is met de regels van het Europese recht.

3.4 Ontvangsten uit de vennootschapsbelasting

De opbrengst van de vennootschapsbelasting vertegenwoordigde in België in 2006 3,8 pct. bbp. In vergelijking met de heffingen op lonen (25,4 pct. bbp) en de indirecte belastingen (11,5 pct. bbp) is dit relatief beperkt.

GRAFIEK 7 ONTVANGSTEN UIT DE VENNOOTSCHAPSBELASTING ⁽¹⁾



Bronnen : INR, NBB.

(1) De inkohieringen werden in 2006 opgedreven door de versnelling in het ritme van de inningen ten belope van 0,3 pct. bbp.

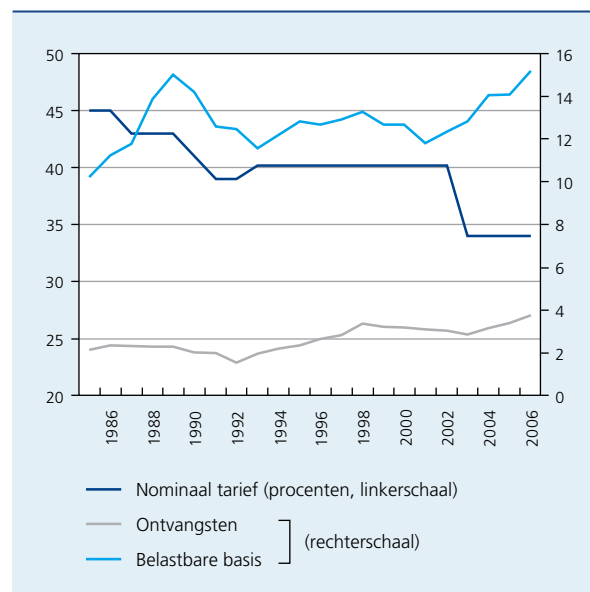
De vennootschapsbelasting maakte in 2006 ongeveer 7,7 pct. van de totale overheidsontvangsten uit. Zowel de opbrengst als het aandeel van de vennootschapsbelasting in de overheidsontvangsten bereikten in 2006 het hoogste peil van de voorbije 35 jaar. Opmerkelijk is ook dat de opbrengst van deze belasting sinds 2003 met maar liefst 0,9 pct. bbp is gestegen.

De opbrengst van de vennootschapsbelasting fluctueerde in de periode 1985-1990 tussen 2,1 en 2,4 pct. bbp. De daling van het nominale tarief in deze periode werd ruimschoots gecompenseerd door een sterke toename van de benaderende macro-economische belastbare basis⁽¹⁾. Terwijl sinds 1990 het nominale tarief vrijwel constant bleef tot 2003 en de benaderende macro-economische grondslag in het begin van de jaren negentig enigszins is teruggelopen en nadien fluctueerde op een iets lager niveau, is de opbrengst van de vennootschapsbelasting in België toegenomen van 2,1 pct. bbp in 1990 tot 2,9 pct. bbp in 2003. Ook in de recentste periode zijn de ontvangsten, niettegenstaande de recente hervormingen die het effectieve tarief hebben verlaagd, verder gestegen.

Deze vaststellingen vormen een belangrijke indicatie dat in de periode sinds het begin van de jaren negentig diverse verminderingen en preferentiële stelsels in belangrijke mate zijn teruggedraaid, zodat de feitelijke belastingdruk op de winsten van vennootschappen is toegenomen. Een vergelijking van de evolutie van de diverse impliciete

GRAFIEK 8 BELASTBARE BASIS, BELASTINGONTVANGSTEN EN NOMINAAL STANDAARDTARIEF INZAKE VENNOOTSCHAPSBELASTING

(procenten bbp, tenzij anders vermeld)



Bronnen : INR, NBB.

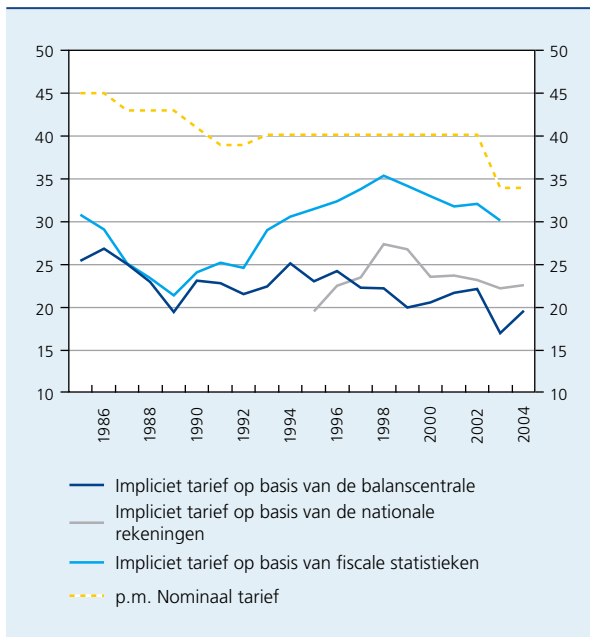
tarieven toont dat het impliciete tarief op basis van fiscale statistieken en de balanscentrale is gedaald tot rond de 20 pct. in 1989. Tot het einde van de jaren negentig vertoonde het impliciete tarief op basis van de fiscale aangiften en de nationale rekeningen een stijging, terwijl het impliciete tarief op basis van de jaarrekeningen uit de balanscentrale rond een constant niveau fluctueerde. Deze uiteenlopende evolutie wordt veroorzaakt door het sterk toenemende belang van de aftrek van de overgedragen verliezen en de aftrek van definitief belaste inkomens in deze periode. Het is voor de overgedragen verliezen niet mogelijk een correctie te doen op basis van de statistieken van de balanscentrale, terwijl voor de evolutie van de definitief belaste inkomens slechts een benaderende correctie mogelijk is. In 2003 tonen alle indicatoren een daling van de fiscale druk op de winsten van vennootschappen tengevolge van de belastinghervorming⁽²⁾.

(1) Deze wordt hier bepaald als de som van het bruto-exploitatieoverschot en de netto ontvangen of betaalde interesten waarvan de afschrijvingen worden afgetrokken. Dit is slechts een benaderende belastbare grondslag die in belangrijke mate afwijkt van de grondslag die effectief wordt gebruikt om de belasting te berekenen. Bovendien zijn de gegevens van vóór 1995, wegens het ontbreken van deze gegevens in de nieuwe nationale rekeningen, verkregen door retroprojecties te maken op basis van oudere data.

(2) Dit is niet in tegenspraak met het budgettair neutrale karakter van deze hervorming. Verschillende compenserende maatregelen (zoals deze die de fraude bestrijden of de veranderende afschrijvingsregels) verhogen zowel de belastbare basis als de te betalen belastingen zonder dat ze een effect hebben op de hier besproken berekeningsmethoden van impliciete tarieven.

GRAFIEK 9

IMPLICIETE
VENNOOTSCHAPSBELASTINGTARIEVEN
(procenten)



Bronnen : EC, FOD Financiën, INR, NBB.

4. Europese coördinatie van de vennootschapsbelasting

4.1 Fiscale concurrentie versus fiscale coördinatie

De lidstaten in de Europese Unie lijken verdeeld over de vraag of fiscale harmonisatie of coördinatie van de vennootschapsbelasting noodzakelijk is dan wel of een belangrijke mate van fiscale concurrentie wenselijk is. Aan beide keuzes zijn immers voordelen en nadelen verbonden.

Fiscale concurrentie heeft als voordeel dat de lidstaten autonoom bevoegd blijven over de belastingen en dus over hun financieringsmiddelen. Zo weerspiegelen de voorkeuren van de nationale wetgevende machten in principe beter de voorkeuren van de eigen bevolking dan een wetgevende macht op supranationaal niveau. Bovendien kunnen de lidstaten de belasting eventueel als instrument gebruiken in hun stabilisatiebeleid. Daarnaast wordt fiscale concurrentie door sommigen beschouwd als een middel om overheden die van nature uit steeds meer willen uitgeven te disciplineren door een beperking van de mogelijkheden om belastingen te innen. Op deze manier zouden de overheden sterk worden aangespoord om efficiënter te werken.

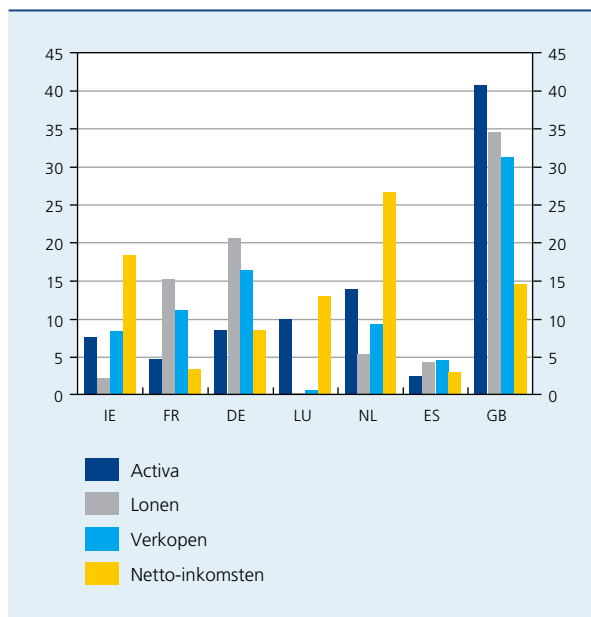
Fiscale coördinatie of gedeeltelijke of volledige harmonisatie kan verhinderen dat landen in hun strategieën om investeringen en winsten aan te trekken, verwikkeld raken in een «*race to the bottom*», wat dan een druk kan zetten op de nuttige overheidsuitgaven of kan leiden tot belastingverschuivingen naar minder mobiele heffingsbronnen. Dit zou ertoe kunnen leiden dat het belastingtarief niet meer de voorkeur weerspiegelt van de ingezetenen van een land. Daarnaast leidt harmonisatie of verregaande coördinatie tot belangrijke efficiëntiewinsten voor multinationale bedrijven die niet meer hoeven te voldoen aan verschillende belastingssystemen. Bovendien wordt de effectieve belastingdruk op de vennootschappen in de verschillende lidstaten veel transparanter.

Uit een uitgebreid literatuuroverzicht blijkt dat een volledige harmonisatie volgens de meeste studies zou leiden tot een welvaartsopbrengst ten opzichte van de huidige situatie. Er bestaat echter geen eensgezindheid over de vraag of deze welvaartswinsten belangrijk of veeleer beperkt zouden zijn en hoe ze over de verschillende landen zouden worden verspreid (Nicodème, 2006).

Fiscale concurrentie zal enkel plaatsvinden als een verlaging van de tarieven leidt tot verschuivingen in de directe buitenlandse investeringen of verschuivingen van de heffingsgrondslagen. Econometrisch onderzoek heeft aangetoond dat vooral de effectieve tarieven een rol spelen voor het aantrekken van directe buitenlandse investeringen (De Mooij e.a., 2006). Verlagen van het effectieve tarief kunnen dus gebruikt worden om directe buitenlandse investeringen aan te trekken of te behouden. Daarnaast tonen empirische studies aan dat een verlaging of verhoging van het nominale tarief een effect heeft op de gerapporteerde winst van multinationale bedrijven in een land en dus op de belastingopbrengst (Huizinga e.a., 2006). Winstverschuivingen zijn onder meer mogelijk door de beïnvloeding van de transferprijzen bij intragroepstransacties, de verdeelsleutels voor de gemeenschappelijke kosten (onderzoek en ontwikkeling, reclame...) van dochterondernemingen of door schuldfinanciering bij dochterondernemingen in landen met een hoog tarief.

Zo blijkt uit een studie bij multinationale ondernemingen waarvan de hoofdzetel is gevestigd in de Verenigde Staten dat de winstallocatie van deze ondernemingen in belangrijke mate wordt beïnvloed door fiscale overwegingen, aangezien er nauwelijks een verband bestaat tussen de activiteiten die deze ondernemingen in verschillende landen ontwikkelen en het daar gerapporteerde netto-exploitatieresultaat. In Ierland, Luxemburg en Nederland worden in vergelijking met de daar ontwikkelde activiteiten hoge netto-inkomsten gerapporteerd, terwijl in

GRAFIEK 10 WINSTALLOCATIE IN MULTINATIONALE ONDERNEMINGEN MET HOOFDZETEL IN DE VERENIGDE STATEN (2003)



Bron : Weiner (2006a).

Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk, waar deze ondernemingen belangrijke activiteiten kennen, de gerapporteerde winsten laag zijn (Weiner e.a., 2006).

Zoals in vorige hoofdstukken werd aangetoond lijkt de huidige dalende trend van de nominale tarieven van de vennootschapsbelasting te wijzen op fiscale concurrentie tussen de Europese landen, maar dienen de gevolgen ervan te worden genuanceerd. Uitgedrukt in verhouding tot het bbp zijn de ontvangsten uit de vennootschapsbelasting immers constant gebleven of zelfs licht gestegen. Een verklaring hiervoor is dat de heffingsbasis is verbreed. Naast de gevolgen van compenserende maatregelen en, eventueel, van een efficiëntere inning zou de toename van de heffingsgrondslag ook kunnen komen door de dalende nominale vennootschapsbelastingtarieven. Hierdoor is het verschil met de marginale tarieven in de personenbelasting immers opgelopen waardoor het interessanter wordt om sommige activiteiten via een vennootschapsvorm uit te oefenen. Daarnaast is er voor vennootschappen minder reden om te trachten winsten te verschuiven naar landen met lagere tarieven.

Ondanks de sterk dalende nominale tarieven in de EU-25 is het verschil tussen het hoogste en het laagste tarief in de EU-15 of in de tien NMS in de afgelopen tien jaar nauwelijks gewijzigd. Dit verschil bedroeg bij beiden ongeveer

25 procentpunten. De zogeheten agglomeratietheorie tracht hiervoor een verklaring te geven door te wijzen op het belang van agglomeraties, de nabijheid van afzetmarkten, de aanwezigheid van geschoold personeel, transportkosten, infrastructuur, enz. De aanwezigheid van deze factoren zou centrumlanden een voordeel geven ten opzichte van de landen in de periferie en hun de mogelijkheid bieden om een hogere belasting te heffen zonder dat de vennootschappen delokaliseren. Dit kan verklaren waarom de centrumlanden van de Europese Unie hogere vennootschapsbelastingtarieven hanteren dan de landen in de periferie. Hierdoor zouden nog gedurende verscheidene jaren grote verschillen kunnen blijven bestaan tussen het zogenaamde kern-Europa en de periferie. De vraag blijft evenwel wat er zou gebeuren als ook een aantal van de kernlanden hun tarief sterk zouden verlagen. In een rapport van de « Conseil d'analyse économique » van Frankrijk wordt een inschatting gemaakt van de houdbare verschillen in tarief tussen de vijftien « oude » EU-lidstaten. Volgens de studie zijn verschillen in het nominale tarief van vaak meer dan 10 procentpunten houdbaar tussen sommige landen. Bovendien stellen ze dat de verschillen in tarief nog geruime tijd kunnen voortduren, hoewel door de sterk toegenomen integratie sinds 1995 het evenwicht minder stabiel is geworden (Gilbert e.a., 2005).

4.2 Coördinatie van de vennootschapsbelasting in de EU

De vennootschapsbelasting valt, net zoals de andere directe belastingen, in principe volledig onder de autonome bevoegdheden van de lidstaten van de EU. De lidstaten kunnen hierdoor zelf volledig vrij de modaliteiten van hun vennootschapsbelasting bepalen. De belastingwetten moeten echter wel de vier fundamentele vrijheden uit het EG-Verdrag (vrij verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal) en de beperkingen inzake het gebruik van staatssteun respecteren. Multinationale bedrijven die in Europa actief zijn, kunnen dan ook worden geconfronteerd met 27 verschillende belastingssystemen.

4.2.1 Pogingen tot harmonisatie

Sinds de oprichting van de Europese Economische Gemeenschap door de ondertekening van het verdrag van Rome in 1957 worden de kosten die de verschillende nationale wetgevingen genereren voor bedrijven door sommigen beschouwd als een belangrijke belemmering van de nagestreefde integratie van Europa. Getuige daarvan is de bijna permanente activiteit van diverse expertencomités, die voorstellen hebben geformuleerd om een aantal cruciale elementen van het vennootschapsbelastingstelsel te harmoniseren, teneinde inzonderheid

de transparantie te bevorderen en het probleem van de dubbele belastingheffing te remediëren.

Reeds in 1962 deed het Neumark-comité suggesties tot harmonisatie van de nationale systemen van vennootschapsbelasting door de invoering van een imputatiesysteem met verschillende tarieven voor gereserveerde en uitgekeerde winsten. Daarna stelde het Van den Tempel-verslag (1970), voor alle lidstaten, de introductie voor van een klassiek systeem van vennootschapsbelasting, met zowel een belasting in hoofde van de vennootschappen als van de aandeelhouder bij dividenduitkering⁽¹⁾. Dit verslag werd gevolgd door twee resoluties in 1971 en 1972, waarin de Ecofin-Raad de noodzaak tot fiscale harmonisatie onderschreef. Voortgestuwd door deze ontwikkelingen, formuleerde de Europese Commissie in 1975 een voorstel van richtlijn tot harmonisatie van het vennootschapsbelastingtarief, dat moest vallen binnen een gebied van 45 tot 55 pct., met een gedeeltelijk imputatiesysteem voor dividenden. De Commissie bepleitte hierbij eveneens een roerende voorheffing van 25 pct. voor dividenden. Dit voorstel werd evenwel in vraag gesteld door het Europese Parlement, dat van oordeel was dat eerst een harmonisatie van de belastbare basis moest worden bewerkstelligd⁽²⁾. Dergelijke plannen tot harmonisatie van de heffingsgrondslag waren opgenomen in een voorstel van de Europese Commissie van 1988, dat wegens sterk verzet van een aantal lidstaten echter nooit formeel aan de Ecofin-Raad is voorgelegd. Het volgende harmonisatievoorstel dateert van 1992, toen het Ruding-rapport werd gepubliceerd. Hierin werd onderzocht in welke mate belastingverschillen de investeringslocatie beïnvloeden en concurrentie verstoren. Tevens werden minimumstandaarden voor de heffingsbasis voorgesteld, evenals een minimumtarief van 30 pct. en een maximumtarief van 40 pct. Ook aan deze voorstellen werd geen gevolg gegeven.

Ondanks deze veelheid aan voorstellen heeft er in de EU geen harmonisatie van de vennootschapsbelasting plaatsgevonden. Verschillende redenen liggen aan de basis van dit gebrek aan succes, waarvan de vereiste unanimitéit in de Raad om dergelijke fiscale hervormingen goed te keuren ongetwijfeld de belangrijkste vormt. Daarnaast is er een fundamenteel verschil in visie tussen enerzijds de lidstaten die fiscale concurrentie voorstaan, met als belangrijkste exponenten het Verenigd Koninkrijk, en, recentelijk, ook de meeste nieuwe lidstaten en, anderzijds, de meeste « founding fathers » van de EU, waarbij

(1) Dit voorstel was in zekere zin een vervolg op het Werner-rapport over de economische en monetaire unie in Europa, waarin wordt benadrukt dat de creatie van een monetaire unie belastingharmonisatie vereist.

(2) Het Europese Parlement heeft over dit voorstel geen opinie geformuleerd, maar enkel een interimverslag in 1980.

(3) De overige luiken van dit zogeheten Monti-pakket betreffen de belasting op inkomsten uit spaartegoeden en de eliminatie van roerende voorheffing op betalingen van interesten en royalties tussen vennootschappen.

de Frans-Duitse as een voortrekkersrol speelt in het streven naar belastingharmonisatie. Rekening houdend met de terughoudendheid die bij de lidstaten werd vastgesteld, heeft de Europese Commissie er sindsdien voor geopteerd om vooruitgang te boeken via een meer pragmatische aanpak, met een aantal gerichte maatregelen die hieronder worden toegelicht.

4.2.2 Wegwerken van fiscale belemmeringen voor multinationale ondernemingen

Bijzondere fiscale belemmeringen bij grensoverschrijdende economische activiteiten, zoals specifieke gevallen van dubbele belastingheffing, worden beschouwd als een belangrijke hinderpaal voor ondernemingen met grensoverschrijdende activiteiten in de eengemaakte markt. Om deze belemmeringen op te heffen heeft de Ecofin-Raad in 1990 twee richtlijnen goedgekeurd, die in 1992 in werking zijn getreden. De fusierichtlijn (90/434/EEG) is gericht op het vermijden van belastingen op meerwaarden als gevolg van herstructureringen van vennootschappen uit verschillende lidstaten. De moeder-dochterrichtlijn (90/435/EEG) streeft naar de eliminatie van de dubbele belasting op de winsten die worden uitgekeerd aan moedervennootschappen in een lidstaat door dochterondernemingen in een andere lidstaat.

4.2.3 Vermijden van schadelijke belastingconcurrentie

In de Ecofin-Raad van 1 december 1997 werd een akkoord bereikt over « een pakket om schadelijke belastingconcurrentie in de Europese Unie te bestrijden ». Dit akkoord omvatte drie luiken, waarvan één betrekking heeft op gedragsregels op het terrein van de schadelijke belastingconcurrentie⁽³⁾. Het gaat daarbij om belastingmaatregelen die speciaal zijn bedoeld om buitenlandse investeerders of bedrijven te lokken en die resulteren in een belastingniveau dat beduidend lager is dan wat normaal voor een doorsnee-bedrijf in dat land geldt. Met de « gedragscode » zijn de lidstaten overeengekomen dat bestaande schadelijke belastingssystemen zouden verdwijnen en dat er geen nieuwe zouden worden ingevoerd.

In opvolging van deze beslissing werd in 1998 de zogeheten Primarolo-groep opgericht (genoemd naar de toenmalige Britse staatssecretaris voor fiscale aangelegenheden), met als opdracht een door de Europese Commissie opgestelde lijst te onderzoeken met belastingssystemen die als schadelijk kunnen worden bestempeld. In het eindrapport van deze groep, dat dateert van november 1999, werden 66 schadelijke belastingpraktijken geïdentificeerd. Voor België betrof het onder meer het belastingstelsel voor coördinatiecentra.

Als gevolg van deze beslissing zal de Belgische fiscale gunstregeling voor dergelijke vennootschappen die het financiële beheer voor de andere vennootschappen in een internationale groep waarnemen langzaam uitdoven. In 2000 bestempelde de Ecofin-Raad het stelsel van de coördinatiecentra als een schadelijke belastingmaatregel die voor 31 december 2005 moest zijn afgeschaft. In 2003 bepaalde deze Raad dat het stelsel van de coördinatiecentra onverenigbaar was met de regels in verband met staatssteun, maar dat de centra die op 31 december 2000 onder de regeling vielen, er verder gebruik van konden maken tot en met 31 december 2010. Erkenningen die komen te vervallen na 2005 mochten evenwel niet worden verlengd. Deze bepaling werd door het Europees Hof van Justitie op 22 juni 2006 als discriminerend beoordeeld en nietig verklaard.

4.2.4 Naar een eengemaakte markt zonder obstakels inzake vennootschapsbelasting

De huidige werkzaamheden van de Europese Commissie in verband met de vennootschapsbelasting vloeien voornamelijk voort uit het rapport «*Towards an Internal Market without tax obstacles*» van oktober 2001. Dit rapport steunde op een studie van de Europese Commissie over «*Company taxation in the Internal Market*», waarin de effectieve tarieven in Europa werden onderzocht, diverse belastingobstakels die een goede werking van de interne markt belemmeren geïdentificeerd en een aantal remedies om deze te verwijderen uitgewerkt. De Europese Commissie leidde uit deze studie eveneens af – en is ook momenteel van oordeel – dat er geen echte «*race to the bottom*» kan worden vastgesteld omdat de verlagingen van de tarieven gepaard zijn gegaan met compensatiemaatregelen en de belastingopbrengsten op peil zijn gebleven. Ze stelt dan ook dat er momenteel geen actie nodig is om de tarieven van de vennootschapsbelasting te harmoniseren of minimumtarieven in te voeren.

Om de belastingobstakels te verwijderen werd voorgesteld om een tweesporenstrategie te volgen met, enerzijds, concrete en doelgerichte maatregelen op korte termijn en, anderzijds, het opstarten van een debat met als doel op lange termijn te komen tot een geharmoniseerde heffingsgrondslag voor vennootschappen met grensoverschrijdende activiteiten in de EU.

Met de kortetermijnstrategie wordt getracht via doelgerichte maatregelen geïdentificeerde obstakels te verwijderen. De Commissie is er, volgens haar mededeling van november 2003, in geslaagd een groot deel van de doelgerichte maatregelen ten uitvoer te brengen. Zo werd het toepassingsgebied van de fusierichtlijn en de moeder-dochterrichtlijn uitgebreid. Voor de vrijstelling van dividenden

van een dochtermaatschappij was in 2005 een participatie van minimum 25 pct. nodig; dit percentage zal geleidelijk dalen tot 10 pct. in 2009. In juni 2003 heeft de Ecofin-Raad de rente-en-royaltiesrichtlijn aanvaard, die de belastingobstakels bij grensoverschrijdende intragroepsrente- en –royaltiesbetalingen moet voorkomen⁽¹⁾. Het «*Joint Transfer Pricing Forum*» heeft ertoe bijgedragen dat in juni 2006 een gedragscode is gepubliceerd die de vereiste documenten in de lidstaten zal standaardiseren om zo de transactiekosten te drukken. Veroordelingen, door het Europese Hof van Justitie, van een lidstaat in een zaak met een vennootschap hebben ook een effect op andere lidstaten die een gelijkaardige wetgeving hebben. De Europese Commissie geeft adviezen over de manier waarop de lidstaten best hun wetgeving wijzigen om tot een betere harmonisatie te komen. Tevens worden nog een aantal initiatieven onderzocht, zoals mogelijkheden om grensoverschrijdende verliescompensaties tussen ondernemingen en hun vaste inrichtingen mogelijk te maken en worden de gevolgen nagegaan van bilaterale verdragen tussen landen voor andere lidstaten van de EU (EC, 2003). Deze richtlijnen, beslissingen en veroordelingen hebben ook een effect op de Belgische wetgeving, die soms moet worden aangepast.

De kortetermijnstrategie kan echter niet alle problemen uit de wereld helpen, zoals de hoge transactiekosten voor vennootschappen die worden geconfronteerd met 27 verschillende belastingstelsels. Daarom wordt op langere termijn gestreefd naar een meer definitieve oplossing. Als uiteindelijke doel heeft de Europese Commissie ervoor gekozen te streven naar een geconsolideerde heffingsbasis voor vennootschapsbelasting via een «*Common Consolidated Corporate Tax Base*» (CCCTB) (EC, 2001)⁽²⁾. Deze methode zou de internationale vennootschappen de mogelijkheid bieden om op groepsniveau hun belastbare basis te berekenen, die daarna volgens een formule zou worden verdeeld over de lidstaten, die hierop hun eigen tarief toepassen (en, eventueel, belastingkredieten toekennen). Voor vennootschappen die niet voor het nieuwe systeem opteren, blijft de oorspronkelijke wetgeving van de lidstaat van toepassing. Deze methode zou problemen met winstallocatie via «*transferprizen*» en andere technieken wegwerken door de berekening van de belastbare basis op groepsniveau.

(1) Sinds 1 juli 2005 zijn deze betalingen vrijgesteld van heffingen indien de ontvangende vennootschap zich in een andere EU-lidstaat bevindt.

(2) Andere opties die niet werden weerhouden waren een «*Home State Taxation*» (een wederzijdse erkenning van elkaars belastingregels, waarbij de vennootschapsgroep ervoor kan opteren zijn belastbare basis te berekenen volgens de regels van de lidstaat waar zijn hoofdkwartier is gevestigd, waarna deze belastbare basis wordt verdeeld over de lidstaten die hierop hun eigen tarieven toepassen), een «*EU Company Income Tax*» (de creatie van een Europese belasting, eventueel ten gunste van de EU) en een «*Single Compulsory Harmonised Tax Base*» (het verdwijnen van de huidige 27 belastingssystemen en de volledige harmonisatie, waardoor slechts één berekeningswijze overblijft die ook geldt voor kleinere ondernemingen).

In september 2004 werd op de informele Ecofin-Raad brede steun gevonden om een werkgroep op te richten die dit voorstel voor een gemeenschappelijke belastbare basis verder moet ontwikkelen. Vijf landen (Estland, Ierland, Malta, Slowakije en het Verenigd Koninkrijk) verleenden echter geen steun. De werkgroep moet tegen eind 2008 een juridisch kader voorstellen, waarmee de belastbare basis wordt bepaald en dat eveneens een formule bevat waarmee de belastbare basis over de diverse lidstaten zal worden verdeeld. Dergelijke methode wordt reeds toegepast in de Verenigde Staten en Canada en hun respectievelijke deelstaten en provincies. De formule bevat doorgaans variabelen zoals het aandeel van de activa die in de staat zijn gelegen in de totale activa van de vennootschap, het aandeel van de verkopen die in de staat zijn gesitueerd en het loonaandeel van die staat. Het toepassen van een dergelijke formule maakt bijvoorbeeld dat een land waarin een vennootschap verlies lijdt, terwijl de groep op internationaal niveau een winst realiseert, toch een deel van de belastbare basis krijgt toegewezen en daardoor een positieve belastingopbrengst verkrijgt.

Het idee zou zijn om ondernemingen de keuzevrijheid te laten: ze zouden ofwel kunnen opteren voor een van de 27 nationale stelsels, ofwel voor de nieuwe CCCTB. Op die manier krijgt men eigenlijk 28 verschillende stelsels. De onderliggende gedachte is dat er aldus een concurrentie zal ontstaan tussen het «communautaire» stelsel en de nationale stelsels en dat de meeste ondernemingen voor de CCCTB zullen kiezen, waarbij op termijn de nationale stelsels aan relevantie zullen inboeten en men de facto op termijn enkel de CCCTB zal gebruiken.

Het is echter duidelijk dat een aantal belangrijke technische moeilijkheden nog moeten worden overwonnen en bovendien zal het niet eenvoudig zijn om een formule te vinden die het akkoord zal verkrijgen van de lidstaten. De slaagkansen van dit project worden door sommigen hoger geschat dan die van vroegere initiatieven. In het wetgevende kader van de versterkte samenwerking is het, om van start te gaan, immers reeds voldoende dat er 8 lidstaten bereid zijn om deze methode toe te passen.

Conclusies

Landen trachten door middel van een verlaging van de fiscale druk op de winsten van vennootschappen bijkomende activiteiten en winsten aan te trekken. Zo was er in het verleden in Europa een duidelijke trend merkbaar tot lagere nominale tarieven inzake vennootschapsbelasting. Met de toetreding van de tien nieuwe EU-lidstaten in 2004, die in vergelijking met de EU-15 veelal beduidend

lagere tarieven hanteren, is de fiscale concurrentie nog toegenomen. Op basis van de aangekondigde hervormingen in een aantal landen zal de daling van de nominale tarieven in de Europese Unie zich ook in de nabije toekomst voortzetten.

Vooralsnog lijken deze verlagingen van het nominale tarief gepaard te zijn gegaan met een minstens evenwaardige uitbreiding van de belastbare basis, zodat de overheidsontvangsten uit vennootschapsbelasting al bij al zelfs gunstig zijn geëvolueerd.

België volgt de internationale trend tot lagere nominale tarieven en een verbreding van de belastbare basis. Zo had de hervorming van 2003 tot doel het verschil tussen het Belgische nominale tarief en het gemiddelde van de EU-15 weg te werken. Niettegenstaande deze belangrijke verlaging van het Belgische tarief is het verschil met het EU-gemiddelde ondertussen weer opgelopen tot omtrent 4 à 5 procentpunten. Vrij snel is dan ook een nieuwe hervorming van de Belgische vennootschapsbelasting doorgevoerd met de invoering van de aftrek voor risicokapitaal vanaf aanslagjaar 2007 (inkomens 2006). Deze innovatieve maatregel verkleint de discriminatie tussen de fiscale behandeling van het eigen vermogen en het vreemd vermogen en vormt een goede stimulans om de solvabiliteit van de ondernemingen te verhogen. Bovendien is het een Europees aanvaardbaar alternatief voor het stelsel van de coördinatiecentra. Het verschil tussen het Belgische nominale standaardtarief en het gemiddelde van de Europese Unie blijft echter bestaan en zal – behoudens nieuwe maatregelen – naar alle waarschijnlijkheid de komende jaren verder oplopen.

Het bestaan van zeven en twintig verschillende systemen van vennootschapsbelasting in de Europese Unie vormt een belangrijke kost voor multinationale ondernemingen. Tevens bestaat de vrees dat de fiscale concurrentie zal leiden tot een erosie van de belastingopbrengst, wat een aantal onwenselijke gevolgen zou kunnen hebben. Zowel de Europese Commissie als een aantal expertencomités hebben dan ook in de loop van de voorbije decennia een aantal rapporten gepubliceerd die een verregaande harmonisatie van de vennootschapsbelasting voorstelden. Deze initiatieven waren vooralsnog niet succesvol, onder meer door de unanimitetsvereiste op het vlak van beslissingen over directe belastingen. De Europese Commissie heeft het streven naar minimumtarieven trouwens achter zich gelaten en richt zich nu op het realiseren van een gemeenschappelijke geconsolideerde belastbare basis voor multinationale ondernemingen. Meer specifieke initiatieven, zoals richtlijnen om belastingdistorsies bij grensoverschrijdende activiteiten te verwijderen en maatregelen tegen schadelijke concurrentie, hadden meer succes.

Het is momenteel een open vraag of zich in de toekomst een echte «*race to the bottom*» op het vlak van vennootschapsbelasting zal voordoen, waarbij niet enkel de tarieven steeds verder zullen worden verlaagd, maar ook de overheidsontvangsten zullen dalen, dan wel of aan de daling van de nominale tarieven – al dan niet spontaan – een einde zal komen. De toekomst zal hierop het antwoord bieden.

Bibliografie

Deloddere, E., S. Haulotte en C. Valenduc (red.) (2006), *Fiscaal memo*, Studie- en Documentatiedienst van de FOD Financiën.

De Mooij R. en S. Ederveen (2006), *What a difference does it make? Understanding the empirical literature on taxation and international capital flows*, Workshop on corporate tax competition and coordination in Europe, Brussels.

Devereux M. (2006), *Tax competition: theory and empirical evidence*, Workshop on corporate tax competition and coordination in Europe, Brussels.

Devereux M., R. Griffith en A. Klemm (2002), « Corporate income tax reforms and international tax competition », *Economic Policy*, vol.17-35, 451-495.

Devereux M. en R. Griffith (2002), *Evaluating tax policy for location decisions*, CEPR, Discussion paper series 3247.

Eggert W. en A. Haufler (2006), *Company tax coordination cum tax rate competition in the European Union*, University of Munich, Discussion paper 2006-11.

Europese Commissie (2001), *Towards an internal market without tax obstacles « a strategy for providing companies with a consolidated corporate tax base for their EU-wide activities »*, COM(2001)582.

Europese Commissie (2003), *An internal market without company tax obstacles: achievements, ongoing initiatives and remaining challenges*, COM(2003)726.

Europese Commissie (2006a), *Implementing the Community Lisbon programme: Progress to date and next steps towards a common consolidated corporate tax base (CCCTB)*, COM(2006)157.

Europese Commissie (2006b), *Structures of taxation systems in the European Union: 1995-2004*.

Fuest C. (2002), *Corporate tax coordination in the European internal market and the problem of « harmful » tax competition*, University of Cologne.

Gilbert G., A. Lahrèche-Révil, T. Madiès en T. Mayer (2005), « Conséquences internationales et locales sur l'imposition des entreprises » in Saint-Étienne C. en J. Le Cacheux (eds), *Concurrence équitable et concurrence fiscale*, Conseil d'analyse économique 56.

Haulotte S. en C. Valenduc (2006), *Évolution de l'impôt des sociétés dans les pays européens: course à la base commune ou course commune à la baisse*, Séminaire de l'Institut belge de Finances Publiques.

Hoge Raad van Financiën (2001), *De hervorming van de vennootschapsbelasting: het kader, de inzet en de mogelijke scenario's*.

Huizinga H. en L. Laeven (2006), *International profit shifting within multinationals: a multi-country perspective*, workshop on corporate tax competition and coordination in Europe, Brussels.

Nicodème G. (2006), *Corporate tax competition and coordination in the European Union: What do we know? Where do we stand?*, *European Economy* 250.

OESO (2006), *Revenue Statistics (1965-2005)*.

Rekenhof (2005), *Hervorming van de vennootschapsbelasting, evaluatie van de budgettaire neutraliteit*.

Valenduc C. (2004), *Corporate income tax and the taxation of income from capital: some evidence from past reforms and the present debate on corporate income taxation in Belgium*, European Commission, Working paper 6.

Weiner J. (2006a), *Company tax reform in the European Union*, Springer.

Weiner J. (2006b), *A new way of thinking about company tax reform in the European Union*, IFS.

Summaries of articles

Economic projections for Belgium – Spring 2007

Since the projections published in December 2006, the international environment has remained buoyant. GDP growth in the euro area, which proved stronger than previously expected over the last months, should keep going at a solid pace in 2007.

In Belgium, economic activity has been particularly strong in 2006. It should slow down slightly in 2007 and 2008, to return to a rhythm more in line with potential. Overall, real GDP growth is projected to decline from 3 p.c. in 2006, the highest rate for six years, to 2.5 p.c. in 2007. It is expected to be 2.2 p.c. in 2008.

Over the whole period covered by the projections, growth should turn out to be more balanced than in 2006, backed by both foreign demand and domestic demand. In particular, although slowing down somewhat in comparison with the vigorous expansion recorded in 2006, private consumption and business investment should expand in line with still supportive demand, income and labour market conditions over the period 2007-2008.

Actually, the rate of employment growth appears to be more sustained than in previous upturns. Following an increase of 46,000 units in 2006, domestic employment should grow by another 115,000 jobs or so over the period 2007-2008. With a cumulative decline of 60,000 jobless, the highest number over a two-year period since 1999-2000, the harmonised unemployment rate is projected to fall from 8.2 p.c. in 2006 to 7.2 p.c. in 2008, prolonging a downward movement that began in 2006.

Estimated on the basis of the HICP, overall inflation is forecast to fall markedly, from 2.3 p.c. in 2006 to 1.6 p.c. in 2007 and 1.8 p.c. in 2008. This drop can be explained by the moderating influence exerted by the energy component of the index, stemming from some appeasement of the oil price evolution and from the downward impact of the liberalisation of the gas and electricity markets in Brussels and Wallonia, as well as the new method of recording these energy prices in the consumer price index. The underlying trend in inflation is expected to rise moderately, from 1.6 p.c. in 2006 to 1.9 p.c. in 2007, before falling back to 1.7 p.c. in 2008. The slight acceleration in 2007 is almost exclusively due to increases in excise duties on tobacco and the levy on packaging.

Reflecting the slowdown in labour productivity alone, as a result of the net rise in employment, unit labour costs in the private sector are projected to increase somewhat, rising from 1.1 p.c. in 2006 to 1.6 p.c. in 2007 and 2008. Moreover, the growth in hourly labour costs is expected to dip slightly from the 2006 level, coming down from 2.7 p.c. to 2.4 p.c. in 2007 and 2.6 p.c. in 2008. For both of these years, the cumulative increase corresponds to the 5 p.c. target set in the central

wage-bargaining agreement, in the absence of information on the outcome of the wage negotiations being conducted in the various joint committees at sectoral level.

After showing a surplus of 0.2 p.c. of GDP in 2006, general government accounts are likely to show a slight deficit, of 0.1 p.c. of GDP this year and 0.2 p.c. in 2008. Interest charges should continue to drop and tax revenues are expected to benefit from the promising economic outlook, but these elements are more than entirely offset by the disappearance of the favourable impact of non-recurrent factors, as well as by a deterioration of the structural primary balance in 2007. The public debt ratio will continue to fall gradually, coming down by some 6 percentage points of GDP over the two years of the forecasting period, to reach 82.7 p.c. of GDP in 2008.

JEL Code: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

Recent trends in corporate income tax

The article describes the recent international developments regarding the corporate income tax and the way in which the Belgian government is trying to respond. For this purpose, it begins by discussing the various indicators which measure the tax burden on corporate profits. Next, it illustrates the trend towards declining statutory corporate tax rates throughout Europe in the last two decades. It is highly likely that the downward trend in nominal rates will persist in the near future. But these nominal rate cuts seem to have been accompanied by an at least equivalent expansion of the tax base, so that government revenues generated by the corporate income tax have actually increased overall.

Belgium is following the international trend towards lower nominal rates and a wider tax base. The corporate income tax reform which took effect on 1 January 2003 aimed to eliminate the difference between the Belgian nominal rate and the EU-15 average. The most recent reform introduced the venture capital allowance from the 2007 tax year. This innovative measure reduces the discrimination between the tax treatment of equity capital and borrowings. The differential between the Belgian rate and the EU average has however since 2003 widened again to around 4 to 5 percentage points and will – in the absence of new measures – probably continue to increase in the near future.

Finally, the article focuses on the European coordination of corporate income tax. The existence of twenty-seven different corporate income tax systems in the EU entails substantial cost for multinationals. At the same time, there is the fear that tax competition may erode the tax proceeds. Both the EC and a number of committees of experts have therefore published reports in the recent decades, proposing a high degree of corporate income tax harmonisation. So far, these initiatives have not succeeded. More specific initiatives, such as directives aiming to abolish tax distortions in the case of cross-border activities and measures to combat harmful competition have been more successful. The EC is now concentrating on achieving a common consolidated tax base for multinationals.

JEL Code: H25

Key words: corporate tax, tax competition, EU tax coordination

The flattening of the yield curve: causes and economic policy implications

The article examines the flattening of the yield curve in the euro area since mid 2004, and that in the United States where a slight inversion has actually been apparent since mid 2006. Analysis has shown that, apart from the tightening of monetary policy, this phenomenon is due to a substantial reduction in the risk premium, and especially its real component. It also indicates that this contraction

was caused mainly by strong demand for government bonds on the part of atypical investors, in particular, the Asian central banks and pension funds.

In addition, the study revealed that the reliability of break-even inflation as an indicator of inflation expectations is not really affected by this flattening, since the reduction in the inflation risk premium made only a small contribution to the contraction of the overall risk premium. Conversely, the analysis indicates that the quality of the yield curve as an advanced indicator of the business cycle is affected by the contraction of the risk premium. Since the flattening of the yield curve is due to adjustment of the risk premium rather than revised interest rate expectations, the current behaviour of the yield curve does not signal a marked slowdown in economic activity.

Since, the contraction of the risk premium corresponds to an easing of financial conditions, the monetary authorities need to exercise great vigilance in order to ensure price stability in the medium term. Vigilance is all the more necessary if the reduction in the risk premium is not due to changes in the macroeconomic fundamentals. In that case, there is also the risk of a possible upward adjustment to long-term interest rates. However, it should also be noted that the demand currently exhibited by atypical investors seems to be more structural than that generated by the “flight to quality” which lay at the root of the decline in the risk premium during the period 1997-1998. The risk premium reduction which occurred between June 2004 and June 2005 therefore appears to be more persistent than that seen between mid 1997 and the end of 1998.

JEL Code: E43, G12

Key words: yield curve, risk premia

Direct investment and Belgium’s attractiveness

Belgium, which has long had direct investment links with other countries, is participating fully in the increasingly global economy. At the end of 2005, almost half of the equity capital invested in Belgian companies as a whole was owned directly or indirectly by foreign shareholders.

The purpose of the article is to analyse Belgium’s foreign direct investment (FDI) and the incoming investment from abroad, and to view it in perspective, both over time and in relation to other developed countries, especially neighbouring countries. In addition, it aims to identify the main factors determining recent developments and Belgium’s relative position in 2005, the latest year for which data on FDI stocks are available.

Although influenced by the same factors as those which determine the development of FDI on a global scale, direct investment links in Belgium differ from those in other developed economies in their magnitude. In fact, the ratio between FDI flows or stocks and GDP is significantly higher in Belgium than in the majority of other developed countries, for both incoming and outgoing FDI. The scale of Belgium’s direct investment links with foreign countries reflects both its function as a financial centre, particularly via the activities of the coordination centres, and its status as a small, open economy in a European Union where integration began earlier – and has progressed farther – than in other free trade areas.

In the past ten years, Belgium’s FDI has expanded constantly and at a faster pace than domestic economic activity. While outgoing FDI has, like that of other developed countries, focused more on developing countries, driven by the search for new markets and lower costs, particularly for labour-intensive activities, it is nevertheless still concentrated mainly on the developed countries, including the new EU members. The main protagonists in these capital transfers, effected partly via mergers and acquisitions, are Belgian firms active in the service sector.

Over the same period, incoming FDI seems to have grown a little more slowly. In terms of stock, it actually stagnated in the early years of this century. However, the recent dynamism of FDI in Belgium has been at least as favourable as in the other European countries taken as a whole, and especially the neighbouring countries. Looking at greenfield investments, which actually lead to the creation or expansion of activities, the number of projects launched in Belgium has been rising, and at a similar rate to those developed in the EU as a whole. Belgium's main strengths in terms of activity are chemicals – including life sciences – and transport and communications, particularly logistics and distribution.

In general, the main motive for FDI projects in Belgium appears to be to serve the European market, or at least its most highly developed core, which includes Belgium. When a location is being selected for a project, Belgium is therefore competing with other EU countries and, more particularly, with neighbouring countries whose economic characteristics are comparable, notably in regard to their standard of living. Compared to other EU countries, especially the new members whose economies are less advanced, Belgium has a handicap in terms of hourly labour costs but, at the same time, it offers high productivity and various advantages as regards environmental and operational criteria, especially the quality of its infrastructures.

JEL Code: F21, F23

Key words: foreign direct investment, attractiveness

Abstracts of the working papers series

106. R&D in the Belgian pharmaceutical sector, by H. De Doncker, December 2006.

The Belgian pharmaceutical sector has been accorded a leading role in the attainment of the R&D investment targets which the EU Member States set themselves as part of the Lisbon strategy. To gain a better insight into that sector's research activities, the NBB conducted an ad hoc survey in 2005, covering pharmaceutical companies active in Belgium in the field of research, production and distribution of drugs for human use. The analysis of the information obtained from that survey makes up the main body of this working paper. The survey results do not only confirm the importance of the research activities conducted by Belgian establishments, but also indicate the frequent cooperation with other research centres and the crucial importance of expertise as a factor influencing the location of such activities in Belgium. The breakdown of the survey results by kind of establishment on the basis of the type of activities conducted in Belgium reveals further clear differences of emphasis in the nature of the R&D activities pursued in Belgium and divergences in the scale of the resources used. The paper also comprises a number of annexes giving additional information on the sector. More particularly, they deal with added value and employment, the indirect effects and profitability of the pharmaceutical companies, and background information on reference reimbursement of drugs.

107. Direct investment in Belgium: extent and trend, by Ch. Piette, January 2007.

The aim of the study is to give an overview of recent developments in Belgium's direct investment relations with the rest of the world. The analysis is based mainly on two sets of statistics drawn up by the NBB, namely, data on direct investment flows from the balance of payments on the one hand, and the results of an annual survey on direct investment carried out among Belgian companies, on the other. Foreign direct investment (FDI) flows between Belgium and the rest of the world have, broadly speaking, followed relatively similar trends to FDI flows observed worldwide, but at the same time have shown some specific characteristics, such as the influence of a few sporadic operations involving large amounts and significant differences within the various components making up FDI inflows and outflows, the former consisting essentially of capital injections in companies and the latter mainly taking the form of intercompany loans. This particular structural pattern stems from the presence of the coordination centres in Belgium and the special tax status that these companies enjoy. Apart from those investment flows attributable to the coordination centres, a large part of the FDI inflows recorded in the balance of payments concern investment by multinationals in third countries, for which resident companies act as intermediaries. Still disregarding funds invested in the coordination centres, the total figures compiled on the basis of the annual survey show that foreign

shareholdings in Belgian firms, as measured on the basis of their book value, have stabilized since 2002. Moreover, statistics for subsidiaries of foreign companies established in Belgium show that there is still a fairly high proportion of them active in relatively labour-intensive industrial sectors. As for Belgium's FDI, the results of the direct investment survey point to a gradual expansion in Belgian companies' activities abroad, which are developing at a faster pace than their domestic business. Both data on outstanding equity and those for subsidiaries abroad indicate that foreign direct investment by resident firms is largely concentrated in other developed countries with similar economic features to Belgium. This would tend to suggest that the extent of straight business relocations to low-wage countries by Belgian firms via investments abroad remains relatively limited.

108. [Investment-specific technology shocks and labor market frictions](#), by R. De Bock, February 2006.

The paper studies the implications of technical progress through investment-specific technical change in a business cycle model with search and matching frictions and endogenous job destruction. The interaction between the capital formation needed to reap the benefits of an investment-specific technology shock and gradual labor-market matching, generates hump-shaped, persistent responses in output, vacancies, and unemployment. The endogenous job destruction decision also leads to small but persistent endogenous fluctuations in total factor productivity. Simulations suggest a limited role for investment-specific technology shocks as a source of business cycle fluctuations compared to a standard real business cycle model.

109. [Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach](#), by F. Smets and R. Wouters, February 2007.

Using a Bayesian likelihood approach, the authors estimate a dynamic stochastic general equilibrium model for the US economy using seven macro-economic time series. The model incorporates many types of real and nominal frictions and seven types of structural shocks. The authors show that this model is able to compete with Bayesian Vector Autoregression models in out-of-sample prediction. They investigate the relative empirical importance of the various frictions. Finally, using the estimated model they address a number of key issues in business cycle analysis: What are the sources of business cycle fluctuations? Can the model explain the cross-correlation between output and inflation? What are the effects of productivity on hours worked? What are the sources of the "great moderation"?

110. [Economic impact of port activity – the case of Antwerp](#), by F. Coppens, F. Lagneaux, H. Meersman, N. Sellekaerts, E. Van de Voorde, G. van Gastel, Th. Vanellander and A. Verhetsel, February 2007.

The economic impact of the port sector is usually measured at an aggregate level by indicators such as value added, employment and investment. The paper tries to define the economic relevance for the regional as well as for the national economy at a disaggregate level. It attempts to identify, quantify and locate the mutual relationships between the various port players themselves and between them and other Belgian industries. Due to a lack of information foreign trade is only tackled very briefly but the method outlined can be used to measure the national effects of changes in port activity at a detailed level. A sector analysis is made by compiling a regional input-output table, resorting to microeconomic data: a bottom-up approach. The main customers and suppliers of the port's key players or stakeholders are identified. A geographical analysis can also be carried out by using data at a disaggregate level. Each customer or supplier can be located by means of their postcode. In so doing, the economic impact of the port is quantified, both functionally and geographically. In the case of the port of Antwerp, the results show important links between freight

forwarders and agents. The geographical analysis suggests the existence of major agglomerating effects in and around the port of Antwerp, referred to as a major transshipment location point.

111. [Price setting in the euro area: Some stylized facts from individual producer price data](#), by Ph. Vermeulen, D. Dias, M. Dossche, E. Gautier, I. Hernando, R. Sabbatini and H. Stahl, March 2007.

The paper documents producer price setting in six countries of the euro area: Germany, France, Italy, Spain, Belgium and Portugal. It collects evidence from available studies on each of those countries and also provides new evidence. These studies use monthly producer price data. The following five stylised facts emerge consistently across countries. First, producer prices change infrequently: each month around 21 p.c. of prices change. Second, there is substantial cross-sector heterogeneity in the frequency of price changes: prices change very often in the energy sector, less often in food and intermediate goods and least often in non-durable non-food and durable goods. Third, countries have a similar ranking of industries in terms of frequency of price changes. Fourth, there is no evidence of downward nominal rigidity: price changes are for about 45 p.c. decreases and 55 p.c. increases. Fifth, price changes are sizeable compared to the inflation rate. The paper also examines the factors driving producer price changes. It finds that costs structure, competition, seasonality, inflation and attractive pricing all play a role in driving producer price changes. In addition producer prices tend to be more flexible than consumer prices.

112. [Assessing the gap between observed and perceived inflation in the euro area: Is the credibility of the HICP at stake?](#), by L. Aucremanne, M. Collin and T. Stragier, April 2007.

The authors find strong econometric support for a break in the relationship between perceived and harmonised index of consumer prices (HICP) inflation in the euro area, triggered by the introduction of euro notes and coins in January 2002. The break is fairly homogeneous across individuals with different socio-economic characteristics. There is no support for the thesis according to which perceptions are systematically formed by frequently purchased products. A similar break is found when national consumer prices indexes instead of HICPs are used as benchmarks. The role of the non-inclusion of owner-occupied housing in the HICP was negligible. Therefore the credibility of the HICP per se is not at stake.

113. [The spread of Keynesian economics: a comparison of the Belgian and Italian experiences](#), by I. Maes, April 2007.

Keynesian economics dominated economic thought and macroeconomic policy-making in the 1950s and 1960s. However, the diffusion of Keynesian economics has been uneven. The author compares the spread of Keynesian economics in two continental European countries: Belgium and Italy. He focuses on the post-World War II period, taking as the main message of Keynesian economics that the market is inherently unstable and that the government has a key role in economic life in steering effective demand. He further follows Coddington's distinction between "hydraulic", "disequilibrium" and "fundamentalist" Keynesianism. The study shows that Belgium and Italy were two countries where Keynesian economics gained ground only relatively late. The breakthrough of (hydraulic) Keynesianism came in areas which were close to the policy-making process: setting up national income accounts, the construction of macroeconomic models and correcting regional imbalances. The main difference between the two countries was the strong position of fundamentalist Keynesianism in the academic world in Italy, while in Belgium, disequilibrium Keynesianism was more influential.

114. Imports and exports at the level of the firm : Evidence from Belgium, by M. Muûls and M. Pisu, May 2007.

This paper explores a newly-available panel data set merging balance sheet and international trade transaction data for Belgium. Both imports and exports appear to be highly concentrated among few firms and seem to have become more so over time. Focusing on manufacturing, the authors find that facts previously reported in the literature for exports only actually apply to imports too. They note that the number of trading firms diminishes as the number of export destinations or import origins increases. The same is true if we consider the number of products traded. With regard to productivity differentials, firms that both import and export appear to be the most productive, followed, in descending order, by importers only, exporters only and non-traders. These results point to the presence of fixed costs not only of exporting, but also of importing and to a process of self-selection in both export and import markets. Also, the productivity advantage of exporters reported in the literature may be overstated because imports were not considered.

115. Economic importance of the Belgian ports: report 2005 Flemish maritime ports and Liège port complex, by F. Lagneaux, May 2007

The Flemish maritime ports – Antwerp, Ghent, Ostend, Zeebrugge – and the Autonomous Port of Liège play a major role in their respective regional economies and in the Belgian economy, not only in terms of industrial activity but also as intermodal centres facilitating the commodity flow.

The paper⁽¹⁾ provides an extensive overview of the economic importance and development of the Flemish maritime ports and the Liège port complex in the period 2000-2005, with an emphasis on 2005. Focusing on the three major variables of value added, employment and investment, the report also provides some information about the financial situation in each port. A global indication concerning the financial health of the companies studied is also provided. These observations are linked to a more general context, along with a few cargo statistics.

2005 was a year of steady growth for most Flemish maritime ports, in terms of quantity of cargo handled and value added, although there was a slight deceleration in comparison to the previous year. The employment situation was, by contrast, somewhat mixed, while investment soared, far exceeding the pace recorded since 2000. The current changes in world trade patterns are having a substantial impact on the operations of the Flemish and Liège ports, situated at the heart of one of the wealthiest and busiest trading regions of the world. To cope with the accelerating internationalisation of port competition and the tremendous growth of containerised seaborne transport, the ports concerned need to constantly adapt their infrastructures, through innovation and investment. As major logistic centres, they have to face the challenge of responding to increasing demand in terms of capacity, while adding as much value as possible to the goods passing through them. Accessibility and seamless connections with the hinterland are key to their success and durability. This has become absolutely vital in a climate of growing regional and international competition, accentuated by the booming Asian economies.

The port of Liège is striving to turn a threat into an opportunity. In the wake of the Cockerill Sambre blast furnace closure, the Liège port complex is undergoing a major restructuring. Cargo figures were down sharply in 2005, while the economic situation of the area was dominated by stagnation or decline in terms of value added, employment and investment. However, this fall could be short-lived since the revival expected from the development of value-added logistics will also generate increased activity, traffic and demand for manpower.

(1) Update of Lagneaux F. (2006), *Economic importance of the Belgian ports: Flemish maritime ports and Liège port complex – report 2004*, NBB, Working Paper No. 86 (Document series). All figures have been updated.

Conventionele tekens

–	het gegeven bestaat niet of heeft geen zin
ca.	circa
n.	niet beschikbaar
pct.	procent
p.m.	pro memorie
r	raming van de Bank

Lijst van afkortingen

LANDEN

BE	België
DE	Duitsland
IE	Ierland
GR	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
LU	Luxemburg
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
SI	Slovenië
FI	Finland
CZ	Tsjechische republiek
DK	Denemarken
EE	Estland
CY	Cyprus
LV	Letland
LT	Litouwen
HU	Hongarije
MT	Malta
PL	Polen
SK	Slowakije
SE	Zweden
GB	Verenigd Koninkrijk
EU-15	Europese unie, ongerekend de landen die in 2004 en 2007 zijn toegetreden
EU-25	Europese unie, ongerekend Bulgarije en Roemenië
JP	Japan
VS	Verenigde Staten

ANDERE

BBP	Bruto binnenlands product
BDI	Buitenlandse directe investeringen
Bevaks	Beleggingsvenootschappen met vast kapitaal
Beveks	Beleggingsvenootschappen met veranderlijk kapitaal
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BNI	Bruto nationaal inkomen
BSE	Boviene spongiforme encefalopathie
BTW	Belasting op de toegevoegde waarde
CCCTB	Common Consolidated Corporate Tax Base
CEPII	Centre d'études prospectives et d'informations internationales
CRB	Centraal Raad voor het Bedrijfsleven
DIW	Deutsche Institut für Wistsachftsfoschung
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
Ecofin	Raad van Ministers van Economie en Financiën van de Europese Unie
EDP	Excessive Deficit Procedure
EEG	Europese Economische Gemeenschap
EMU	Economische en Monetaire Unie
ESCB	Europese Stelsel van Centrale Banken
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
EU	Europese Unie
EURIBOR	Euro interbank offered rate
FOD	Federale Overheidsdienst
FPB	Federale Planbureau
FRA	Forward Rate Agreement
FSI	Fonds voor Spoorweginfrastructuur
GOS	Gemenebest van Onafhankelijke Staten
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
HP	Hodrick-Prescott
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
IAS	International Accounting Standards
ICT	Informatie- en communicatietechnologie
IFRS	International Financial Reporting Standards
IFS	Institute for Fiscal Studies
IMD	Institute for Management Development
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de nationale rekeningen
KMO	Kleine of middelgrote onderneming
LTCM	Long-term Capital Management

LIJST VAN AFKORTINGEN

NIS	Nationaal Instituut voor Statistiek
NBB	Nationale Bank van België
NMS	Nieuwe lidstaten
NMBS	Nationale Maatschappij der Belgische Spoorwegen
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
R&D	Research and development
RVA	Rijksdienst voor Arbeidvoorziening
RVZ	Rijksdienst voor Sociale Zekerheid
S&P	Standard & Poor's
SPF	Door de ECB bij professionele voorspellers gehouden enquête
TICS	Treasury International Capital System
UNCTAD	United Nations Conference for Trade and Development
VAR	Vector Autoregression
WEF	World Economic Forum

Nationale Bank van België
Naamloze vennootschape
RPR Brussel – Ondernemingsnummer: 0203.201.340
Maatschappelijke zetel: de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel
www.nbb.be

Verantwoordelijke uitgever

Jan Smets

Directeur

Nationale Bank van België
de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel

Contactpersonen voor het Tijdschrift

Philippe Quintin

Chef van het departement Communicatie en secretariaat

Tel. +32 2 221 22 41 – Fax +32 2 221 30 91
philippe.quintin@nbb.be

© Illustraties: Image plus
Nationale Bank van België

Omslag en opmaak: NBB TS – Prepress & Image

Gepubliceerd in juni 2007