

Economisch Tijdschrift

Juni 2017



© Nationale Bank van België

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

ISSN 1371 - 1229

Economisch Tijdschrift

Juni 2017



Inhoud

ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR BELGIË – VOORJAAR 2017	7
DE EFFICIËNTIE VAN DE BELGISCHE OVERHEID	31
DE IMPACT VAN DE LAGE RENTE OP DE BELGISCHE HUISHOUDENS	43
ANALYSE VAN HET VERLOOP VAN DE WONINGPRIJZEN: IS DE BELGISCHE MARKT OVERGEWAARDEERD?	61
DIGITAAL GELD: BEDREIGINGEN EN KANSEN VOOR HET MONETAIR BELEID	79
DE DIENSTENINFLATIE: BELGIË EEN UITZONDERING	95
LAGE INFLATIE IN HET EUROGEBIED: OORZAKEN EN GEVOLGEN	113
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	131
CONVENTIONELE TEKENS	133
LIJST VAN AFKORTINGEN	135

Economische projecties voor België – Voorjaar 2017

Inleiding

Zoals verwacht in de najaarsprognoses, is de wereld-economie vanaf de tweede helft van vorig jaar uitgebodemd. Ondanks de diverse, vooral politieke onzekerheden en schokken lijkt de groei, zowel in de geavanceerde als in de opkomende landen, op zijn minst gestabiliseerd. Volgens de recentste statistieken zou de mondiale groei buiten het eurogebied in 2016 al met al zelfs nog iets hoger zijn uitgekomen dan waar in de ECB-prognoses van maart 2017 van werd uitgegaan. Volgens de eerste gegevens daarover zou de bedrijvigheid in het eerste kwartaal van 2017 in enkele belangrijke landen zoals de Verenigde Staten, China en het Verenigd Koninkrijk, wel wat minder zijn toegenomen dan verwacht, al is dat, zeker in het eerste geval, mogelijk ook te wijten aan additionele seizoeneffecten. De impact van die ietwat ontgoochelende kwartaalgroei cijfers op de vooruitzichten op middellange termijn zou evenwel beperkt zijn: de kortetermijnramingen van de groei blijven immers gunstig. Net als in de recentste ramingen van de belangrijkste internationale organisaties, wordt in de gemeenschappelijke hypothesen voor deze projecties, die zijn vastgelegd op 17 mei 2017, dan ook uitgegaan van een nog relatief matige maar verder aantrekkende mondiale jaargroei in de projectieperiode.

Belangrijk daarbij is het recente opvallende herstel van de wereldhandel: de invoervraag in de geavanceerde en de opkomende landen is eind 2016 fors en sterker dan verwacht opgeveerd. Ook de eerste cijfers voor 2017 wijzen op een verdere krachtige uitbreiding van de handel. Hoewel recente handelsstatistieken steeds met de nodige voorzichtigheid moeten worden geïnterpreteerd, is het bemoedigend dat ramingen van de wereldhandel, die

gedurende lange tijd onder de verwachtingen is gebleven, nu weer opwaarts kunnen worden bijgesteld. Dat kan ten dele worden teruggevoerd op een opleving van de investeringen, die een hoge invoerintensiteit hebben, maar kan er ook, meer algemeen, op wijzen dat de verbetering van de wereldgroei samengaat met een herstel van de mondiale productieketens, wat de groei robuuster maakt en minder afhankelijk van de situatie in bepaalde individuele landen. Toch wordt in de gemeenschappelijke assumpties, waarvan de belangrijkste worden beschreven in Kader 1, rekening gehouden met een geleidelijke afname van de handelsintensiteit van de groei tot zowat één omdat sommige factoren die die intensiteit in het verleden hebben verhoogd, bijvoorbeeld de voortschrijdende handelsliberalisering, dat in de projectieperiode naar verwachting in mindere mate zullen doen.

Ook op de financiële markten is de rust teruggekeerd. Na de abrupte toename van de rentetarieven rond de Amerikaanse presidentsverkiezingen van november 2016, die vooral stijgende inflatieverwachtingen tegen de achtergrond van een naar verwachting meer expansief begrotingsbeleid in de Verenigde Staten leek te weerspiegelen maar die oversloeg naar andere landen, zijn de marktrentes niet meer verder gestegen; in de recentste weken zijn ze overigens gedaald naarmate de marktverwachtingen ten aanzien van het toekomstige begrotingsbeleid geleidelijk neerwaarts werden bijgesteld. In het eurogebied, waar de rentestijging trouwens beperkter was, blijven de rentetarieven dicht tegen het historisch dieptepunt. De aandelenkoersen zijn sinds vorig jaar zowat onafgebroken blijven stijgen, mede onder invloed van het nog steeds sterk accommoderend monetair beleid maar ook ten gevolge van de stijgende winstverwachtingen bij een aantrekkende conjunctuur.

De olieprijs is na de productiebeperkingen waartoe de olieproducerende landen eind vorig jaar, na het afsluiten van de najaarsprognoses, besloten, wel fors gestegen maar nadien is hij geleidelijk teruggelopen tot een peil dat vooralsnog de wereldgroei niet lijkt te drukken.

In het eurogebied is de economie ook aan het begin van 2017 in een gestaag tempo gegroeid. De Duitse economie is wat krachtiger opgeveerd en de groei in Spanje bleef hoog. Daartegenover staat een lichte vertraging van de Franse en de Nederlandse economie. De kortetermijn-indicatoren, zoals die inzake het ondernemerssentiment, blijven voor het eurogebied ook in het tweede kwartaal van dit jaar op een heel gunstige conjunctuur wijzen. Volgens de nieuwe ramingen van het Eurosysteem, waarvan de in dit artikel beschreven voorjaarsprognoses deel uitmaken en die zijn afgesloten op 23 mei, zou de bedrijvigheid in het eurogebied dan ook in zowat hetzelfde tempo blijven groeien en op jaarbasis nog wat verder opveren tot bijna 2% in 2017. Daarna zou de groei in de twee volgende jaren licht afkalven naarmate de werkgelegenheid en de binnenlandse vraag geleidelijk vertragen, ook al omdat aanbodbeperkingen op de arbeidsmarkt in sommige landen meer gaan wegen op de groei. Ondanks de, per saldo, opwaartse bijstelling van de gemeenschappelijke hypothesen, blijven de groeivoorzichten vrij dicht in de buurt van de ECB-prognoses van maart 2017. De inflatie in het eurogebied zal in 2017 sterk toenemen, maar nadien zowat onveranderd blijven. De toenemende binnenlandse kostendruk wordt daarbij in zekere mate gecompenseerd door een afnemende energie-inflatie aangezien de olieprijsen in de tweede helft van de projectieperiode niet meer zouden toenemen. Net als de werkelijke inflatie, blijft ook de onderliggende inflatie eind 2019 evenwel lager dan 2%.

Wat België betreft, zijn de ramingen nauwelijks herzien ten opzichte van de najaarsprognoses. De groei voor 2017 werd, vooral door het beter dan verwachte jaarbegin, licht opwaarts bijgesteld maar blijft opnieuw wat lager dan in het eurogebied, wat terug te voeren is op een wat minder krachtige binnenlandse vraag die niet wordt gecompenseerd door sterkere uitvoerprestaties. Net als in de najaarsprognoses zou de jaargroei daarna ongeveer constant blijven.

De werkgelegenheidsgroei kwam in 2016 nog iets boven onze najaarsprognoses uit. Het lijkt weinig twijfel dat die groei is aangedreven door de recente beleidsmaatregelen, met name de loonkostenmatiging, die arbeid relatief goedkoper maakt, en bepaalde structurele hervormingen van de arbeidsmarkt die het effectieve arbeidsaanbod vergroten. Net als de najaarsramingen gaan de huidige prognoses er evenwel van uit dat deze

extra stimulus zal wegebben en dat de verhouding tussen de groei van de werkgelegenheid en die van de bedrijvigheid terugkeert naar een peil dat meer aansluit bij historische gemiddelden. In de twee afgelopen kwartalen is de werkgelegenheidsgroei trouwens al sterk gedaald. De werkgelegenheidsgroei veert vanaf begin 2017 nog wel wat op, maar hij zou volgens de huidige prognoses dit jaar duidelijk matiger blijven dan in 2016. Al met al zouden er over de drie jaar van 2017 tot 2019 toch nog ruim 115 000 nieuwe arbeidsplaatsen worden gecreëerd. Ondanks de wat tragere groei van de arbeidskosten, mede door de integratie van het nieuwe loonakkoord voor 2017 en 2018, komt dat neer op een beperkte neerwaartse herziening ten opzichte van de najaarsprognoses. Dat vloeit vooral voort uit de toenemende impact van aanbodbeperkingen op de arbeidsmarkt, zoals nu reeds blijkt uit het stijgende aantal openstaande vacatures en waarbij ondernemingen steeds moeilijker geschikte arbeidskrachten vinden. De werkgelegenheidsgroei wordt daarbij wel nog ondersteund door een stijging van de participatiegraad, vooral van oudere werknemers, die wordt aangedreven door de recente maatregelen om vervroegde uittreding uit de arbeidsmarkt verder te beperken. De werkloosheidsgraad zou verder dalen tot 7,2%, wat nog iets hoger is dan het peil van net vóór de grote recessie.

Hoewel de inflatie ietwat sterker is opgelopen dan verwacht als gevolg van de hogere olieprijs, kwam de onderliggende inflatie vanaf eind 2016 eigenlijk iets lager uit dan geraamd. Ondanks de volatiliteit die te maken heeft met kalendereffecten in verband met de timing van de paasvakantie en die de maandcijfers voor maart en april sterk heeft beïnvloed, zou ze recentelijk toch weer nauw aansluiten bij die inflatieramingen van de najaarsprognoses. Ook in de huidige ramingen zou de onderliggende inflatie in de projectieperiode slechts weinig bewegen: de sterk opererende loonkosten zouden immers, net als in het verleden, niet volledig in de prijzen worden doorberekend, maar veeleer leiden tot een matiging van de winstmarges. In vergelijking met de najaarsprognoses werd de onderliggende inflatie wel licht neerwaarts herzien. Dat vloeit ten dele voort uit de verwachte impact van sommige maatregelen die de effectieve concurrentie in bepaalde dienstennijverheden met een persistent hoge inflatie moeten stimuleren, maar het weerspiegelt ook de wat tragere loonkostengroei. In deze ramingen is namelijk het nieuw centraal loonakkoord van begin dit jaar voor de jaren 2017 en 2018 opgenomen en is ook de conventionele loongroei voor 2019 licht neerwaarts herzien.

Wat de overheidsfinanciën betreft, ten slotte, is het begrotingstekort in 2016 sterker afgenomen dan verwacht. Die verbetering is grotendeels van structurele aard en ook

de ramingen voor het deficit in de projectieperiode liggen nu dus lager dan in de najaarsprognoses. Het tekort zou dit jaar verder verkleinen tot zowat 2 % bbp, maar nadien nagenoeg ongewijzigd blijven. De extra rentewinsten van naar raming 0,3 % bbp van 2018 tot 2019 en de gunstige impact van de conjunctuur zouden immers worden gecompenseerd door een verdere structurele versoepeling van het begrotingsbeleid, die vooral te maken heeft met het feit dat de in het kader van de taxshift geplande supplementaire lastenverlagingen in 2018 en 2019 nog niet volledig zijn gefinancierd. Aan het einde van de projectieperiode zou het tekort nog meer dan 2,0 % belopen, wat nog ver verwijderd is van de doelstelling van een begroting in evenwicht in structurele termen. De brutoschuld van de overheid in verhouding tot het bbp neemt wel geleidelijk af, maar belooft aan het einde van de projectieperiode nog steeds zowat 104 %. Daarbij zij eraan herinnerd dat, overeenkomstig de regels van het Eurosysteem voor dergelijke projectieoefeningen, enkel rekening wordt gehouden met de maatregelen die de overheid op de afsluitingsdatum van de ramingen reeds voldoende heeft gepreciseerd en formeel goedgekeurd, of die ze zeer waarschijnlijk zal goedkeuren. Bovendien wijken de ramingen van de begrotingsimpact van bepaalde maatregelen, zoals die inzake fraudebestrijding, af van de in de begroting opgenomen bedragen.

1. Internationale omgeving en hypothesen

1.1 Wereldeconomie

Hoewel de jaargroei van de wereldeconomie in 2016 nog wat verder is gedaald, is er in de loop van dat jaar, zoals overigens werd verwacht in de najaarsprognoses, een duidelijke kentering gekomen in het verloop van de mondiale bedrijvigheid. Vanaf de tweede helft van vorig jaar is de wereldgroei in een nochtans erg onzekere omgeving licht opgeveerd. Die nog relatief beperkte conjuncturele verbetering doet zich zowel voor in de opkomende als in de geavanceerde economieën, maar ze verhult uiteenlopende ontwikkelingen in individuele landen.

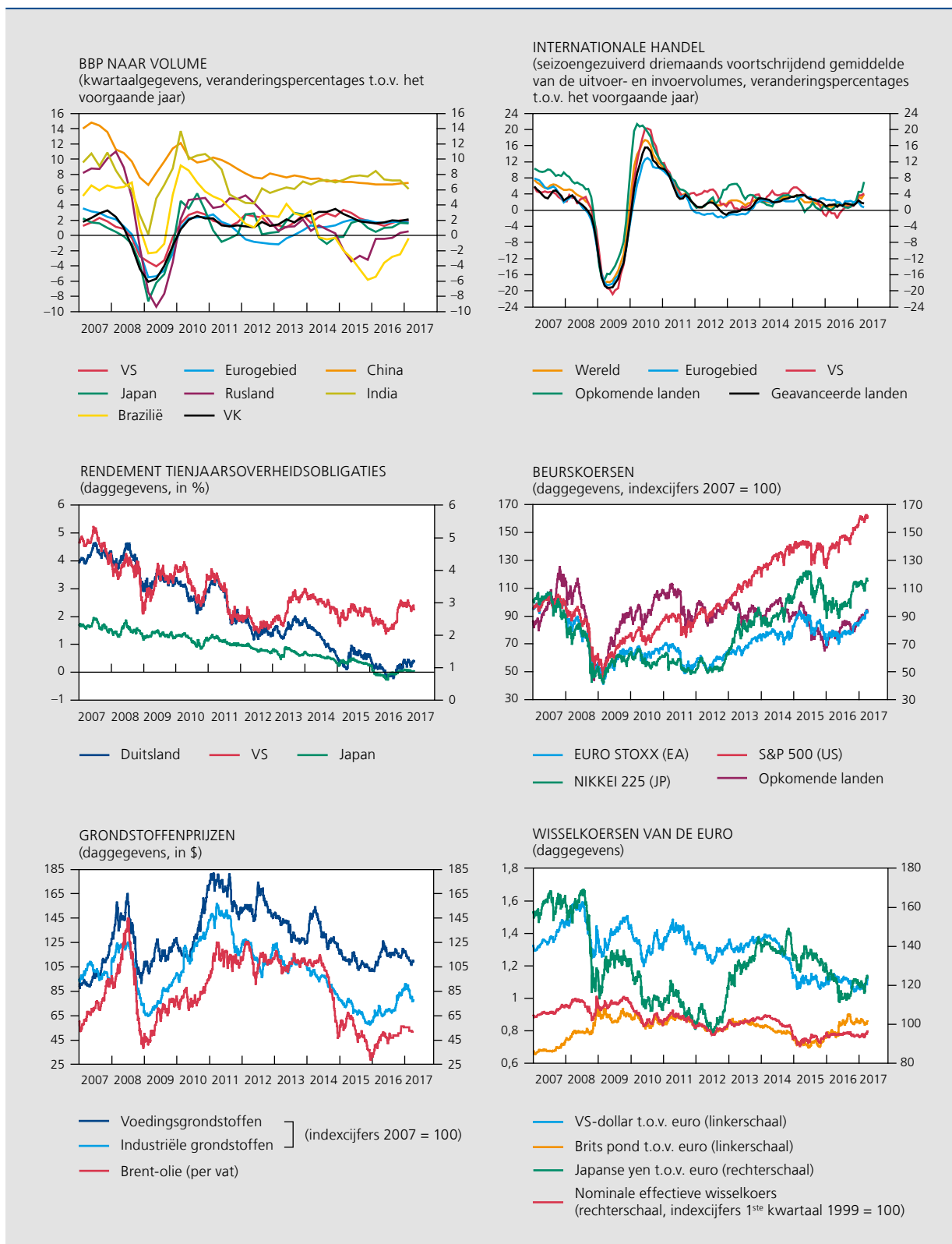
De aantrekkende groei in de opkomende landen is vooral te danken aan de Russische en Braziliaanse economieën, die geleidelijk herstellen van diepe recessies, veroorzaakt door sterk dalende grondstoffenprijzen maar nog verergerd door de westerse economische sancties in het eerste geval en de politieke instabiliteit in het tweede geval. De Chinese economie bleef, ondanks het aan de gang zijnde herbalanceringsproces van een vooral uitvoergericht groeiemodel naar een levendiger binnenlandse vraag, krachtig groeien,

weliswaar in een licht afnemend tempo maar overeenkomstig de officiële doelstelling, namelijk een groeitempo tussen 6,5 en 7 %. Naast de aantrekkende buitenlandse vraag, werd de groei daarbij mede geschraagd door de dynamiek van de vastgoedmarkt en het stimulerend begrotingsbeleid, dat vooral tot uiting komt in grote infrastructuurwerken. De kwartaalgroei van de bedrijvigheid zou in het eerste kwartaal van dit jaar wel verder zijn vertraagd, zelfs ietwat sterker dan waar in de vorige prognoses werd van uitgegaan. Bovendien lijken de recente verscherping van het monetair beleid en van het banktoezicht, alsook diverse administratieve maatregelen om een nieuwe zeepbel op de vastgoedmarkt te voorkomen, nog niet volledig te zijn doorgesijpeld in de reële economie. Ook in India blijft de economische groei hoog ten gevolge van, onder andere, ingrijpende structurele hervormingen. De tijdelijke vertraging van het groeitempo sinds eind vorig jaar heeft onder meer te maken met bepaalde monetairbeleidsingrepen die een negatieve, maar tijdelijke impact op de particuliere consumptie hebben.

Wat de geavanceerde landen betreft, is de Amerikaanse bedrijvigheid vanaf het derde kwartaal van 2016 opnieuw fors opgeveerd onder impuls van een krachtig herstel van de uitvoer, een robuuste toename van de consumptie en, vooral na de verkiezingen van de nieuwe president, de stijgende verwachtingen ten aanzien van een expansiever begrotingsbeleid. De gezinsconsumptie blijft de belangrijkste motor van de bedrijvigheid en wordt op haar beurt ondersteund door de verdere verbetering van de situatie op de arbeidsmarkt. Deze laatste bevindt zich, met een werkloosheid van 4,3 % in mei 2017, dicht bij een situatie van volledige tewerkstelling, wat een rem zet op de verdere groeivoorzichten. Ook de groei van de uurlonen trok aan tot reeds 2,5 % op jaarbasis. Tegen die achtergrond heeft de Federal Reserve de normalisatie van haar monetair beleid voortgezet. Een jaar na de eerste renteverhoging sinds de crisis, werd de renteband in december 2016 opnieuw met 25 basispunten opgetrokken, waarna in maart 2017 een nieuwe monetaire verscherping van dezelfde omvang volgde. Volgens de huidige inschattingen is de groei begin 2017 ook in de Verenigde Staten sterker dan verwacht teruggelopen tot een kwartaaltoename van 0,3 %. De Amerikaanse kwartaalgroei cijfers zijn evenwel vrij volatiel en vaak lager in het eerste kwartaal. Het valt dan ook niet uit te sluiten dat die lage groei het gevolg is van een onvoldoende gecorrigeerd seizoenprofiel of later nogmaals opwaarts zal worden herzien, zoals reeds bij de tweede schatting van de kwartaalgroei cijfers gebeurde.

In Japan, daarentegen, bleef de economie in 2016, ondanks het ondersteunend beleid en de gunstige financiële voorwaarden, slechts matig groeien. Hoewel de situatie op de arbeidsmarkt bijzonder krap is, met een werkloosheid die momenteel op het laagste niveau staat sinds de jaren

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



Bronnen: CPB Wereldhandelsmonitor, OESO, Thomson Reuters Datastream.

negentig, blijft de loondynamiek erg zwak en derhalve onvoldoende om de bedrijvigheid – en de inflatie – sterk te stimuleren. De economische groei werd vanaf eind 2016 wel in toenemende mate ondersteund door een sterke opleving van de uitvoer, mede als gevolg van de depreciatie van de yen en de zich herstellende buitenlandse vraag.

In het Verenigd Koninkrijk werd de economische bedrijvigheid niet onmiddellijk afgeremd door de uitslag van het brexit-referendum. De economie bleef in het derde en vierde kwartaal van 2016 in hetzelfde tempo groeien als in het kwartaal ervoor, namelijk ruim boven de verwachtingen van de meeste instellingen. Ondersteunende beleidsmaatregelen, waaronder de renteverlaging door de Bank of England in augustus en de versoepeling van het begrotingsbeleid, droegen daar ongetwijfeld toe bij. Niettemin is de Britse economie tijdens het eerste kwartaal van dit jaar duidelijk vertraagd. De depreciatie van het Britse pond en de stijgende inflatie zijn met name op de koopkracht van de huishoudens beginnen te wegen, wat op zijn beurt de particuliere consumptie heeft gedrukt. Er wordt nog steeds verwacht dat de uitstap uit de Europese Unie de Britse groei op middellange termijn verder zal doen afnemen, zij het in mindere mate dan in eerdere prognoses, door grotere beperkingen op de uitvoer en de impact, op de investeringen, van de onzekerheid over de toekomstige relaties met de Europese Unie.

Al met al moet de recente vertraging in enkele belangrijke landen, zoals de Verenigde Staten, China en het Verenigd Koninkrijk, niet worden beschouwd als een trendbreuk en blijven de meeste vooruitzichten wijzen op een geleidelijk verder aantrekkende bedrijvigheid buiten het eurogebied.

In het eurogebied zelf is het reëel bbp sinds de tweede helft van vorig jaar nu reeds voor het derde kwartaal op rij in een relatief constant tempo van zowat 0,5 % per kwartaal toegenomen. De particuliere consumptie blijft de belangrijkste groeimotor en wordt vooral aangedreven door een verdere verbetering van de arbeidsmarkt. Hoewel de investeringen na een zwak derde kwartaal eind vorig jaar opnieuw fors hebben aangetrokken, blijven diverse factoren, zoals de onzekerheid en de verdere schuldafbouw van de ondernemingen, de investeringsgroei in zekere mate drukken, ondanks de zeer gunstige financieringsvoorwaarden, die in de hand worden gewerkt door het accommoderend monetair beleid.

Het herstel in het eurogebied werd vorig jaar duidelijk breder en robuuster: de groeiverschillen tussen de landen zijn afgenomen maar nog niet verdwenen. De bedrijvigheid is in het eerste kwartaal van dit jaar in alle landen toegenomen. De groei bleef heel krachtig in Spanje, Portugal, en enkele kleinere Europese landen en is opgeveerd in

Duitsland en, vooral, Finland. De Franse en de Nederlandse economie zijn daarentegen wat vertraagd.

Net zoals in de andere geavanceerde landen, is de inflatie in het eurogebied vorig jaar sterk beginnen toe te nemen, tot 1,4 % in mei 2017 (eerste flashraming van Eurostat), ten opzichte van –0,1 % in dezelfde maand vorig jaar. Die ontwikkeling weerspiegelt echter voornamelijk de stijging van de olieprijs; de kerninflatie blijft over het algemeen immers vrij vlak, voornamelijk als gevolg van de nog steeds matige loongroei.

Hoewel de mondiale handelsstromen in 2016, met een groei van circa 2 % op jaarbasis, een dieptepunt bereikten, vertoonden ze in de tweede helft van het jaar toch duidelijke tekenen van herstel. Dat kwam niet alleen door de aantrekkende mondiale vraag, maar ook door bepaalde compositie-effecten en, in het bijzonder, het geleidelijk herstel van de investeringen, zoals in de bovenvermelde Chinese infrastructuurprojecten maar ook in de Amerikaanse energieproductie; doorgaans genereren investeringen immers een grotere invoervraag. Meer algemeen kan de scherpe opleving van de handelsintensiteit, die ook begin 2017 reeds merkbaar was, eveneens te maken hebben met een beperkt herstel van de mondiale productieketens tegen de achtergrond van de verbeterende situatie in de opkomende landen. Niettemin blijven verscheidene structurele factoren op de handelsintensiteit van de groei wegen, waardoor het peil van vóór de crisis in de nabije toekomst wellicht niet meer zal worden bereikt. Naast de transitie van China naar een meer consumptie- en dienstengerichte economie, die dus een geringere invoervraag van grondstoffen en machines genereert, gaat het vooral om de sterk afgenomen vooruitgang inzake de liberalisering van de handel, met in de beleidsintenties van bepaalde landen zelfs een terugkeer naar protectionisme.

De financiële markten zijn de afgelopen maanden in heel rustig vaarwater gekomen. De aandelenkoersen zijn, vooral na de Amerikaanse presidentsverkiezingen, wereldwijd sterk toegenomen zonder veel tussentijdse correcties, zoals blijkt uit het huidige lage peil van de volatiliteitsindices. Hoewel het momentum van de Amerikaanse beurzen recentelijk enigszins lijkt te zijn afgezwakt naarmate de verwachtingen van een expansief begrotingsbeleid en van meer deregulering in de Verenigde Staten ietwat neerwaarts zijn bijgesteld, zijn de aandelenkoersen elders, zoals in het eurogebied, blijven toenemen onder invloed van de fundamentele determinanten, zoals het nog steeds zeer soepel monetair beleid en de stijgende winstverwachtingen van de ondernemingen bij een aantrekkende conjunctuur. De obligatierentes zijn, na de scherpe toename in het najaar, wat afgekalfd en blijven in het eurogebied dicht tegen het historische bodempeil.

Bovendien zijn de spreads na de Franse presidentsverkiezingen weer duidelijk afgenomen.

Terwijl het Britse pond na het brexit-referendum sterk gedeprecieerd was ten opzichte van de euro, heeft de aankondiging van vervroegde parlementsverkiezingen de Britse munt recentelijk weer enigszins doen opveren. Na een appreciatie in de nasleep van de presidentsverkiezingen, is de dollar onlangs opnieuw wat in waarde gezakt ten opzichte van de euro. Het veranderende groeiverschil met de Verenigde Staten, weerspiegeld in sterkere groeicijfers voor het eurogebied in het eerste kwartaal, het herwonen vertrouwen in de Europese economie na de Franse presidentsverkiezingen en de toenemende onzekerheid over het Amerikaanse beleid hebben daar wellicht een rol in gespeeld.

De olieprijsen zijn vorig jaar opnieuw beginnen te stijgen, ondersteund door de aantrekkelijke bedrijvigheid en het akkoord van 30 november tussen de OPEC-leden en een aantal andere landen om de olieproductie te beperken. Tegen die achtergrond stegen ook de andere grondstofprijzen als gevolg van met name de toenemende vraag vanuit de opkomende landen. Tijdens de eerste maanden van 2017 moesten de olie- en industriële grondstofprijzen echter een deel van hun geboekte winsten inleveren. De olieprijsen verloren opnieuw terrein door de toename van de olieproductie in de Verenigde Staten terwijl de prijzen van de industriële grondstoffen afnamen tegen de achtergrond van verwachtingen omtrent een lagere toekomstige vraag vanuit China, na de maatregelen van de Chinese autoriteiten dit jaar om een zeepbel op de vastgoedmarkt te voorkomen.

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

	2015	2016	2017 r	2018 r
Bbp naar volume				
Wereld	3,2	3,0	3,4	3,6
waarvan:				
Geavanceerde landen	2,4	1,8	2,1	2,0
Verenigde Staten	2,6	1,6	2,2	2,3
Verenigd Koninkrijk	2,2	1,8	1,8	1,3
Japan	1,2	1,0	1,2	0,6
Eurogebied	2,0	1,8	1,7	1,8
Opkomende landen	4,0	4,1	4,5	4,8
China	6,9	6,7	6,6	6,3
India	7,5	7,1	7,2	7,5
Rusland	-2,8	-0,2	1,2	1,4
Brazilië	-3,8	-3,6	0,5	1,8
<i>p.m. Wereldinvoer</i>	2,5	1,9	3,5	4,0
Inflatie⁽¹⁾				
Verenigde Staten	0,1	1,3	2,2	2,3
Japan	0,8	-0,1	0,4	1,0
Eurogebied	0,0	0,2	1,6	1,3
China	1,4	2,0	2,4	2,3
Werkloosheidsgraad⁽²⁾				
Verenigde Staten	5,3	4,9	4,6	4,5
Japan	3,4	3,1	3,1	3,0
Eurogebied	10,9	10,0	9,4	8,9

Bronnen: EC, IMF.

(1) Consumptieprijsindex.

(2) In % van de beroepsbevolking.

Kader – Hypothesen voor de projecties

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

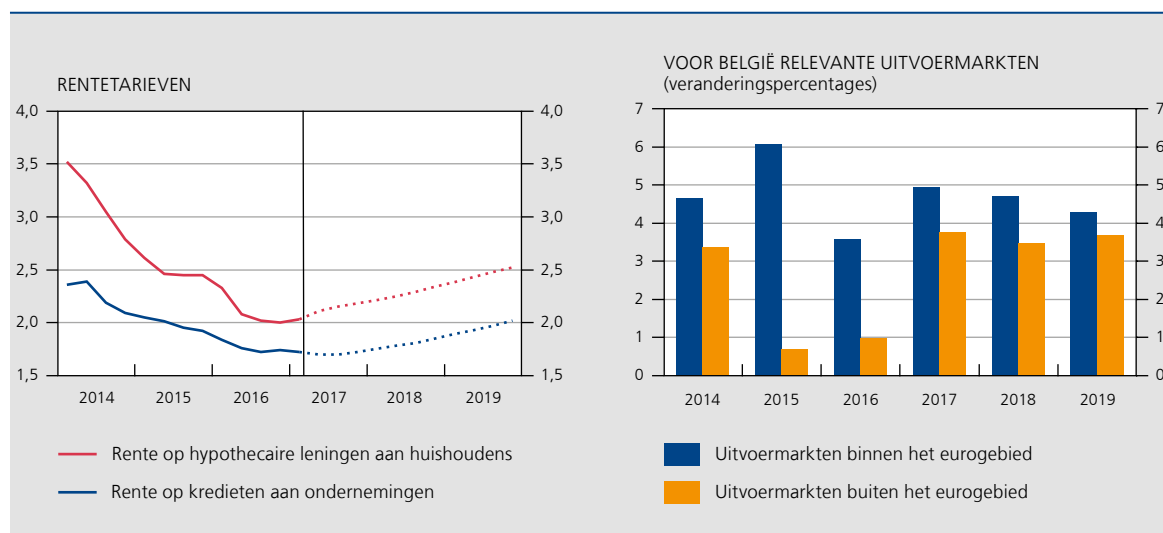
Bij de bepaling van de toekomstige wisselkoersen wordt ervan uitgegaan dat deze voor de volledige projectieperiode constant zullen blijven op het peil dat gemiddeld werd opgetekend tijdens de laatste tien werkdagen vóór de vastlegging van de hypothesen op 17 mei 2017. Wat de Amerikaanse dollar betreft, gold toen een wisselkoers van \$ 1,09 voor 1 euro.

Voor de toekomstige prijzen van minerale oliën wordt zoals gewoonlijk rekening gehouden met de marktverwachtingen die blijken uit de termijncontracten op de internationale markten. Na het afsluiten van de najaarsprognoses in november 2016 is de olieprijs sterk gestegen ten gevolge van de eind vorig jaar door de olieproducerende landen aangekondigde productiebeperkingen. Na de aanzienlijke prijsschommelingen van de afgelopen jaren, zou de Brent-olieprijs nu wel een opmerkelijk stabiel pad volgen. Medio mei 2017 verwachtten de markten immers dat de prijs van een vat Brent-olie over de projectieperiode telkens gemiddeld ongeveer \$ 51 op jaarbasis zou bedragen voor de periode van 2017 tot 2019. Dat houdt voor 2017 een opwaartse herziening in, maar sluit voor het einde van de projectieperiode nog steeds dicht aan bij de hypothesen uit de najaarsprognoses.

Ook de hypothesen met betrekking tot de rentetarieven berusten op marktvooruitzichten van medio mei 2017. De rente op driemaands interbancaire deposito's kwam in de eerste helft van 2017 nog lager uit dan –30 basispunten, maar zou heel geleidelijk opklimmen en tegen het einde van de projectieperiode de nulgrens bereiken. Het peil van de Belgische lange rente zou fors aantrekken, van 0,8% in het eerste kwartaal van 2017 tot gemiddeld 1,4% in 2019.

RENTETARIEVEN EN VOLUMEGROEI UITVOERMARKTEN

(in %)



Bron: Eurosysteem.

Het verwachte verloop van de rentes die banken toepassen op investeringskredieten van ondernemingen en op hypothecaire kredieten van particulieren, kan evenwel enigszins afwijken van dat van de markrentes. Zo is de gemiddelde hypothecaire rente, mede door het sterk accommoderend monetair beleid van de ECB en de daaruit voortvloeiende overvloedige liquiditeit, historisch laag en zou ze de opwaartse beweging in de lange marktrente slechts gedeeltelijk volgen: deze rente zou immers slechts oplopen van ongeveer 2,1 % in 2017 tot 2,5 % tegen het einde van de projectieperiode. Ook de gemiddelde rente op kredieten aan ondernemingen, die dichter aansluit bij het kortetermijnsegment, zou over de projectieperiode relatief constant blijven: in 2019 zou ze uitkomen op gemiddeld 2,0 %, wat amper 0,3 procentpunt méér is dan het gemiddelde peil van 2017.

Zoals blijkt uit hoofdstuk 1, is de beoordeling van de internationale omgeving nog iets rooskleuriger dan ten tijde van de najaarsprognoses. De mondiale economische groei, ongerekend het eurogebied, werd slechts in beperkte mate opwaarts herzien, maar de handelsintensiteit van de groei viel veel hoger uit dan 1 en dan wat in de gemeenschappelijke hypothesen van de najaarsprognoses werd verwacht. Dat sterke jaareinde genereert op zich een aanzienlijk overloopeffect voor 2017, ook al werd voor de projectieperiode nog steeds rekening gehouden met een geleidelijke terugkeer naar een eenheidselasticiteit van de mondiale invoervraag ten opzichte van de groei. De jaargroei van de Belgische afzetmarkten werd voor 2017 vrij sterk opwaarts herzien tegenover de najaarsprognoses, maar aangezien het dus vooral om een overloopeffect gaat van de veel groter dan verwachte handelsstromen eind 2016, is de impact daarvan op de eigenlijke ramingen vanaf 2017 veeleer beperkt. De opwaartse herzieningen van de afzetmarkten voor 2018 en 2019 zijn duidelijk kleiner. Al met al komt de groei van de Belgische afzetmarkten nu in de hele projectieperiode uit op minstens 4 % met een beperkte verzwakking naar het einde toe.

Het verloop van de Belgische uitvoer wordt niet alleen bepaald door de groei van die afzetmarkten, maar ook door het verloop van de marktaandelen en, bijgevolg, door het Belgische concurrentievermogen. Wat de kostenaspecten van dat concurrentievermogen betreft, is het verloop van de door concurrenten op de uitvoermarkten gehanteerde prijzen van belang. Die prijzen zijn in 2017 sterk opgeveerd, maar dat weerspiegelt vooral de bovenvermelde olieprijsstijging. In 2018 en 2019 zouden ze een matiger groei vertonen: bij een constant geachte wisselkoers leidt de aantrekkende inflatie, in het eurogebied maar ook elders, tijdens de komende jaren immers tot een – weliswaar beperkte – opwaartse prijsdruk bij de concurrenten van de Belgische exporterende ondernemingen.

HYPOTHESEN BIJ DE PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM

(in %, tenzij anders vermeld)

	2016	2017	2018	2019
	(jaargemiddelden)			
Wisselkoers van de euro t.o.v. de Amerikaanse dollar	1,11	1,08	1,09	1,09
Aardolieprijs (Amerikaanse dollar per vat)	44,0	51,6	51,4	51,5
Driemaands interbancaire rente in euro	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Rente op tienjaars obligaties van de Belgische Staat	0,5	0,8	1,1	1,4
Rente op kredieten aan ondernemingen	1,8	1,7	1,8	2,0
Rente op hypothecaire leningen aan huishoudens	2,1	2,1	2,3	2,5
	(veranderingspercentages)			
Voor België relevante uitvoermarkten	2,5	4,5	4,2	4,0
Prijzen van de concurrenten bij de uitvoer	-3,0	4,0	2,0	2,0

Bron: Eurosysteem.



Al met al heeft de bijstelling van de hypothesen in vergelijking met de meest recente najaarsramingen een beperkte positieve impact op de Belgische groeivoorzichten. Het gunstig effect van de snellere groei van de afzetmarkten en de goedkopere euro wordt immers slechts ten dele tenietgedaan door de enigszins duurdere olieprijsen.

1.2 Ramingen voor het eurogebied

De huidige groeiramingen van het Eurosysteem voor het eurogebied zijn licht opwaarts bijgesteld in vergelijking met de vorige projecties van de ECB (maart 2017). Door de krachtige groei bij het begin van het jaar en de gunstige vooruitzichten voor de korte termijn zou de bedrijvigheid in het eurogebied dit jaar met bijna 2 % toenemen. In de twee volgende jaren zou dat stijgingstempo wel licht afkalven. Dat heeft te maken met de beperkte verzwakking van de handelselasticiteit van de mondiale groei en, met name, de importvraag van de landen buiten het eurogebied, alsook met het feit dat aanbodsrestricties op de arbeidsmarkt in toenemende mate op de groei gaan wegen in bepaalde landen, waaronder Duitsland.

De groei wordt ondersteund door de gunstige randvoorwaarden, zoals de relatief goedkope euro en het lage rentepeil, die mede in de hand zijn gewerkt door het monetair beleid. Hoewel het groeitempo van de

particuliere en de overheidsconsumptie, net als dat van de totale investeringen, enigszins afneemt over de projectieperiode, blijft de binnenlandse vraag al met al krachtig. Daardoor wordt ook de invoer van het eurogebied opgekrikt, wat de sterke, maar dalende groei van de uitvoer compenseert, zodat de groeibijdrage van de netto-uitvoer vrijwel neutraal zou zijn in de hele projectieperiode.

De inflatie is in het eerste kwartaal van dit jaar sterk opgeveerd. Hoewel dat vooral terug te voeren is op de stijging van de olieprijs op het einde van 2016, is ook de onderliggende inflatie – dat is de inflatie ongerekend de volatiele componenten – al wat toegenomen en zal zij verder geleidelijk stijgen in de projectieperiode. Dat is vooral het gevolg van de aantrekkende loonkosten in krappere werkmarkten en waarbij de invloed van recente maatregelen tot matiging van die loonkosten in diverse landen, waaronder overigens België, wegebt. Toch zouden zowel de totale als de onderliggende inflatie in het laatste kwartaal van 2019 nog ruim onder het peil van 2% blijven.

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

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

Bron: ECB.

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

(2) In % van de beroepsbevolking.

(3) In % bbp.

Het herstel op de arbeidsmarkt heeft in de recente periode nog aan kracht gewonnen. Wellicht mede onder invloed van de bovenvermelde loonkostenmatiging is de arbeidsintensiteit van de groei fors toegenomen. Naarmate deze invloed vermindert, de schaarste aan geschikte arbeidskrachten toeneemt en de bedrijvigheid wat vertraagt, verliest de jobcreatie in het eurogebied wel enige vaart maar de werkgelegenheidsgroei blijft ook in de twee laatste jaren van de projectieperiode, met zowat 1% op jaarbasis, nog vrij krachtig. De werkloosheidsgraad die vorig jaar al was teruggevallen tot 10% zal nog verder afnemen en in 2019 het pre-crisisniveau van 7,5% in 2007 al vrij dicht benaderen.

Het gemiddelde begrotingstekort van het eurogebied zou volgens de prognoses nog verder verkleinen tot 1% bbp in 2019. Die verbetering is wel hoofdzakelijk toe te schrijven aan de aantrekkende conjunctuur en de nog verder dalende rentelasten door het ongewoon lage rentepeil. Het structurele primaire saldo, dat een indicator is van het onderliggende begrotingsbeleid, zou in de hele projectieperiode daarentegen gemiddeld nauwelijks wijzigen. De daling van de overheidsschuldgraad blijft, aangewakkerd door het lage rentepeil, voortduren: in 2019 zal de schuldgraad al met meer dan 7 procentpunten onder het piekniveau van 2014 zijn gedaald.

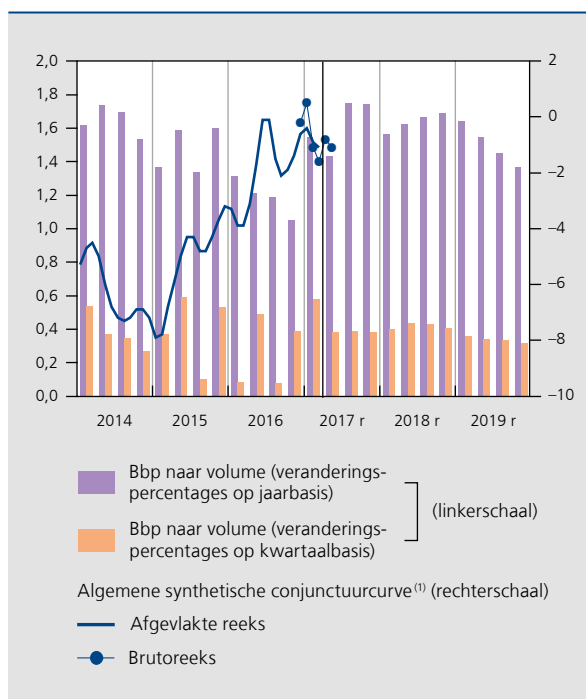
2. Bedrijvigheid en vraag

De bedrijvigheid is in 2016 gegroeid met 1,2%, zoals verwacht in de najaarsprognoses. In de recentste statistieken van het INR werden het kwartaalprofiel en de bijdragen van de bestedingscomponenten wel enigszins herzien, in vergelijking met de beschikbare statistieken en ramingen in die najaarsprognoses. Wat dat laatste element betreft, is de bijdrage van de particuliere consumptie aan de groei van de bedrijvigheid door het INR, zeker aan het begin van het jaar, enigszins opwaarts herzien. Toch wordt die groei nog steeds in belangrijke mate en meer dan in andere landen geschaagd door de expansie van de investeringen, althans indien wordt gecorrigeerd voor de impact van specifieke belangrijke aankopen van investeringsgoederen in het buitenland door grote multinationale ondernemingen uit de farmaceutische nijverheid. Aan de productiezijde droegen alle belangrijke bedrijfstakken aan de groei bij, al kan die toch vooral worden teruggevoerd op de toegenomen bedrijvigheid in de marktdiensten. Het gewijzigde kwartaalprofiel en, meer bepaald, de neerwaartse herziening van de groei in het derde kwartaal ten opzichte van eerdere INR-ramingen, verzwakt wel het overloopeffect voor de jaargroei van 2017.

De impact daarvan wordt evenwel meer dan gecompenseerd door de licht opwaartse herziening van de kwartaalgroei cijfers in de eerste helft van het jaar. In de

GRAFIEK 2 BBP EN PRODUCENTENVERTROUWEN

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



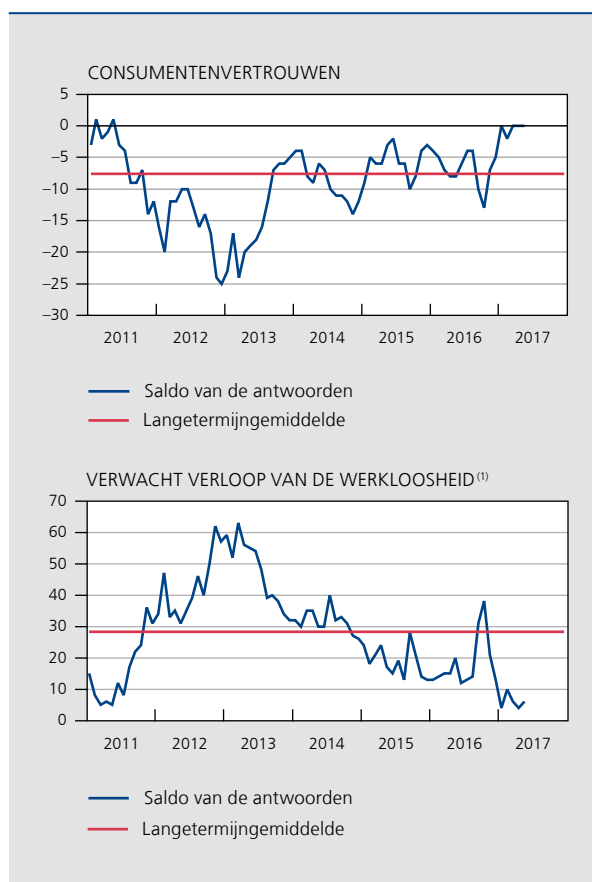
Bronnen: INR, NBB.

(1) Niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

najaarsprognoses was al uitgegaan van een duidelijke versnelling van de Belgische economie vanaf het laatste kwartaal van 2016 tot gemiddeld zowat 0,5% op kwartaalbasis, maar volgens de recentste statistieken is de groei in het eerste kwartaal nog iets beter uitgevallen: eind mei heeft het INR de groei in dat kwartaal nog wat opwaarts bijgesteld ten opzichte van hun eerste flashraming, tot 0,6% op kwartaalbasis, wat iets hoger is dan geraamd in de najaarsprognoses. Ook de huidige kortetermijnramingen van de groei in het tweede kwartaal, die gebaseerd zijn op onder meer specifieke nowcastingmodellen, liggen iets hoger dan die in de najaarsprognoses. Daarbij worden de hogere modelverwachtingen in hoge mate gedreven door de vertrouwensindicatoren, die recentelijk een heel rooskleurig beeld te zien hebben gegeven. Zowel het Belgische producenten- als consumentenvertrouwen bevindt zich sinds het begin van dit jaar dicht bij of op het hoogste peil sinds zes jaar en duidelijk boven het langetermijngemiddelde. Ook de voor de nowcastingmodellen bijzonder relevante subindicatoren, zoals de deelcomponent van de consumentenenquête die de werkloosheidsverwachtingen van de respondenten peilt en de deelcomponent van het producentenvertrouwen die zich toespitst op de vraag- en werkgelegenheidsverwachtingen in de verwerkende nijverheid, wijzen op een verdere krachtige groei. Daartegenover

GRAFIEK 3 CONSUMENTENVERTROUWEN EN DEELINDICATOR

(voor seizoeninvloeden gezuiverde gegevens)



Bron: NBB.

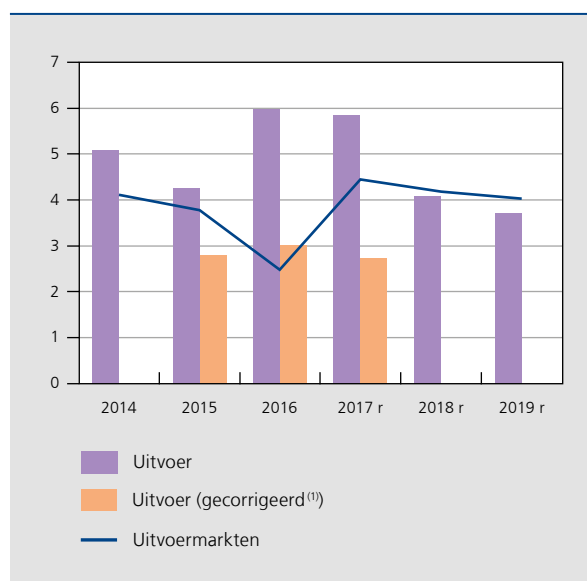
(1) Een stijging wijst op een minder gunstige ontwikkeling, een daling op een gunstiger ontwikkeling.

staat dat het verloop van bepaalde feitelijke indicatoren, zoals de industriële productie en de kleinhandelsverkopen, voorlopig minder gunstig lijkt. Op basis van de bovenstaande elementen houden de huidige prognoses rekening met een beperkte vertraging tot een groei met 0,4% in het tweede kwartaal. Dit zou betekenen dat het groeitempo van de Belgische economie dan al gedurende drie opeenvolgende kwartalen relatief constant blijft op gemiddeld 0,5%. Vooral dankzij die sterkere eerste jaarhalf zou de jaargroei in 2017 dan ook licht opwaarts worden bijgesteld tot 1,6%, ondanks het iets minder sterke overloopeffect van de herziene kwartaalrekeningen voor 2016.

De economische groei zou vervolgens op jaarbasis ongewijzigd blijven in 2018 en daarna licht afzakken tot 1,5% in 2019 ten gevolge van het vrij vlakke profiel van de groei van de Belgische uitvoermarkten en de tanende invloed van de recente verbeteringen inzake kostenconcurrentiekracht, naarmate de loonkostengroei weer forser aantrekt. Zeker naar het einde van de projectieperiode toe, kan de

GRAFIEK 4 UITVOER EN UITVOERMARKTEN

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



Bronnen: INR, NBB.

(1) Uitvoergroei, gecorrigeerd voor de uitgaven die enkel het gevolg zijn van een reorganisatie van de handelsactiviteiten van een groot farmaceutisch bedrijf.

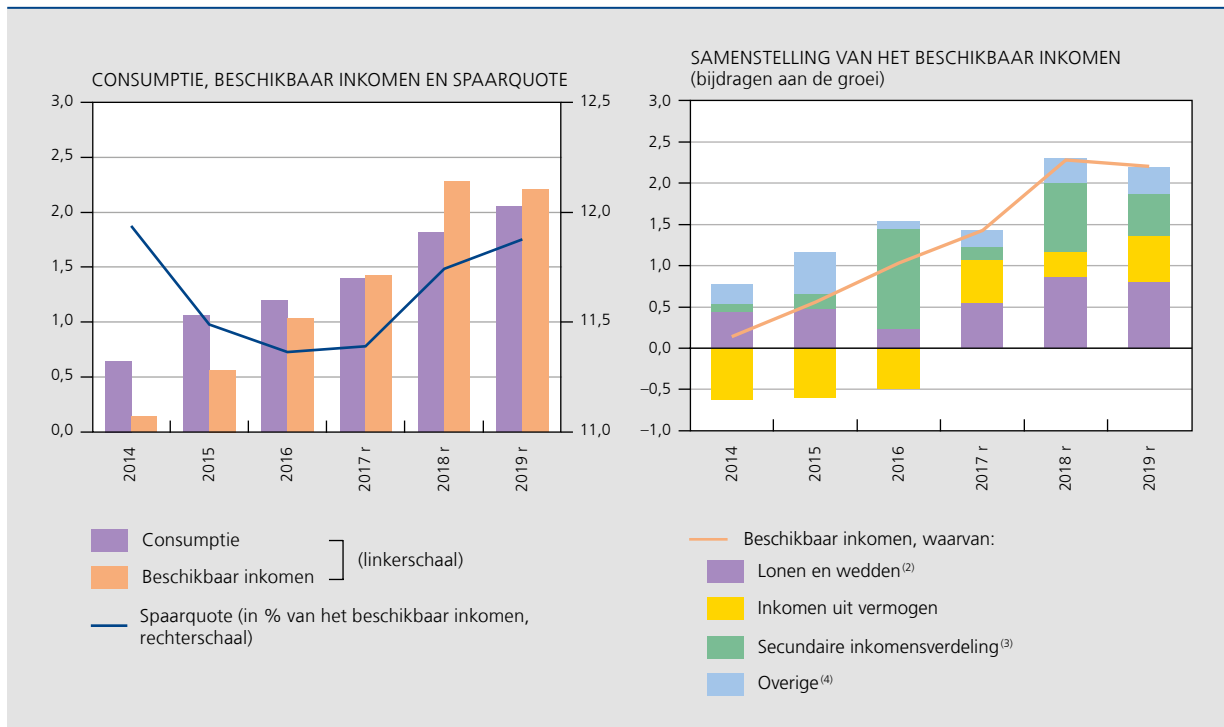
economische groei ook al wat worden afgeremd door aanbodbeperkingen, met name op bepaalde geografische of functionele segmenten van de arbeidsmarkt. Voor de laatste twee jaar van de projectieperiode zijn de huidige ramingen ongewijzigd ten opzichte van de najaarsprognoses van december. De in principe licht gunstige impact van de herziene hypothesen wordt immers grotendeels tenietgedaan door een wat lagere inschatting van de groei-bijdrage van de netto-uitvoer tijdens de projectieperiode, onder meer op basis van de recentste statistieken.

In de volledige projectieperiode wordt de groei, net als in het recente verleden, hoofdzakelijk geschraagd door de binnenlandse vraag. De komende drie jaar bedraagt de groei-bijdrage van de binnenlandse vraag (ongerekend voorraadwijzigingen) immers gemiddeld 1,6 procentpunt. Daartegenover staat dan, op jaarbasis, een negatieve bijdrage van de netto-uitvoer ten belope van gemiddeld 0,1 procentpunt.

De uitvoer is vorig jaar wel heel sterk gestegen, met zowat 6% naar volume, maar dat is in hoge mate terug te voeren op de reorganisatie van de handelsactiviteiten van een multinationale farmaceutische onderneming, waardoor nu meer van hun handelsstromen aan in België gevestigde dochter-ondernemingen toegerekend worden en waarbij de invoer in zowat dezelfde mate opwaarts is beïnvloed. Gecorrigeerd voor dat statistische effect, zou de uitvoergroei veel nauwer

GRAFIEK 5 CONSUMPTIE EN BESCHIKBAAR INKOMEN⁽¹⁾ VAN DE PARTICULIEREN

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



Bronnen: INR, NBB.

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

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

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

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

hebben aangesloten bij de toename van de afzetmarkten en zou het marktaandeel van de Belgische exporterende ondernemingen met 0,5% zijn vergroot. Volgens de prognoses zou die beperkte winst evenwel geleidelijk afnemen en in 2018 volledig verdwijnen, aangezien de loonkosten per eenheid product reeds vanaf 2017 sterk opveren en het kostenconcurrentievermogen dan niet meer verder verbetert (al wordt ook voor andere landen, zoals Duitsland, een sterke loongroei verwacht). In lijn met het relatief vlakke profiel van de wereldvraag, neemt de uitvoergroei op kwartaalbasis dan ook licht af tot gemiddeld minder dan 1% in de laatste twee jaar van de projectieperiode. Aangezien de invoer, mede door de krachtige binnenlandse vraag, ietwat meer toeneemt, blijft de groeibijdrage van de netto-uitvoer licht negatief.

In 2017 wordt nog een positieve groeibijdrage geleverd door de voorraadvorming, wat evenwel enkel het gevolg is van een overloopeffect van de statistieken tot eind 2016. Voor alle kwartalen in de projectieperiode vanaf begin 2017 werd immers, zoals gebruikelijk, uitgegaan van de technische hypothese dat de voorraadwijzigingen groeineutraal zijn, ook al vanwege de grote statistische onzekerheid rond dit concept.

Binnen de binnenlandse vraag is de particuliere consumptie de belangrijkste groeimotor. Hoewel de groei ervan in 2016 in de recentste INR-statistieken dus wat opwaarts is herzien, blijft hij veeleer matig in vergelijking met die in andere landen. Die relatief lage consumptiegroei is trouwens een van de belangrijkste elementen die verklaren waarom de economische groei in België recentelijk beperkter is gebleken dan het gemiddelde van de buurlanden en hij weerspiegelt vooral de negatieve impact, op korte termijn, van het loonmatigingsbeleid dat de kostenconcurrentiekracht moet verbeteren.

Het groeitempo van de gezinsconsumptie zou wel geleidelijk verder aantrekken, tot gemiddeld zowat 0,5% op kwartaalbasis vanaf volgend jaar. De consumptiestijging wordt uiteraard in belangrijke mate gestimuleerd door de inkomensgroei, en in het bijzonder door de stijging van het arbeidsinkomen. Dit laatste neemt sterk toe door de forse werkgelegenheidsgroei en de aantrekkende reële lonen.

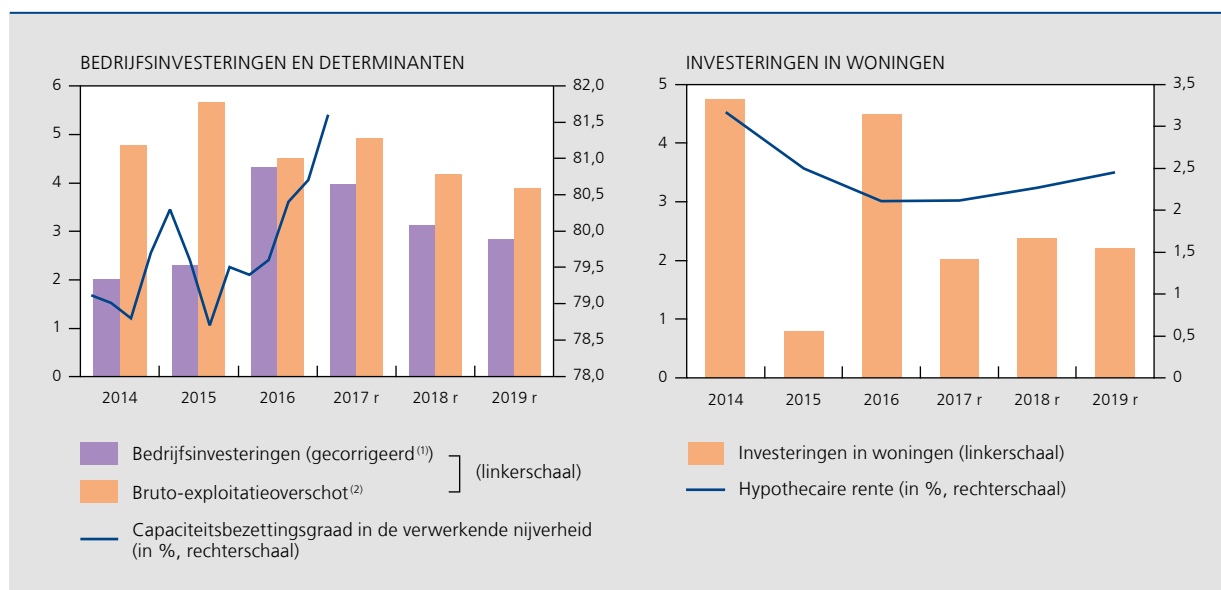
In de laatste twee jaar van de projectieperiode wordt het inkomen bovendien opgedreven door de voor die jaren geplande additionele belastingverlagingen in het kader van

de taxshift, wat aan de koopkracht van de huishoudens ten goede komt. Daarbij zij wel herhaald dat eventuele bijkomende consolidatiemaatregelen om de taxshift in die jaren te financieren, overeenkomstig de regels van dergelijke ramingsoefeningen, nog niet in deze analyse zijn opgenomen. Daarnaast impliceert het feit dat zowel de lonen als de belastingschalen met enige vertraging worden geïndexeerd aan de inflatie een extra stimulus voor het reëel beschikbaar inkomen in 2018, aangezien de inflatie ten opzichte van 2017 afneemt en de eigenlijke indexering in 2018 dan groter is dan de inflatie in dat jaar. Ten slotte zouden ook de vermogensinkomens de komende jaren voor het eerst sinds lang opnieuw een positieve bijdrage leveren aan de particuliere inkomensgroei ten gevolge van de verwachte stijging van het rentepeil en de toenemende dividenden betaald door de vennootschappen.

Het stijgende groeitempo van de particuliere consumptie valt volgens de prognoses wel wat geringer uit dan de toename van de inkomens. Dit jaar houdt de consumptiegroei nog gelijke tred met die van de inkomens en blijft de spaarquote stabiel, maar vanaf 2018 neemt deze laatste weer toe. Enerzijds passen de huishoudens hun consumptie, zoals gebruikelijk, immers slechts geleidelijk aan de sterk opwerende groei van de arbeidsinkomens en de belastingverlagingen aan. Anderzijds neemt het aandeel van de vermogensinkomens, die relatief meer worden gespaard, in het beschikbaar inkomen opnieuw toe.

Ook de particuliere investeringen leveren de komende jaren een belangrijke groeibijdrage. Wat de bedrijfsinvesteringen betreft, wordt de jaargroei van 2017 nog wat vertekend door enkele specifieke factoren die te maken hebben met omvangrijke aankopen van investeringsgoederen in het buitenland en die de investeringen (alsook de invoer) de voorgaande jaren hebben opgekrikt. Ongerekend die specifieke factoren, zouden de bedrijfsinvesteringen in 2016 naar volume sterk zijn gegroeid met zowat 4,3%. Hoewel de onderliggende determinanten gunstig blijven en een stijgende capaciteitsbezetting meer aanleiding zal geven tot uitbreidingsinvesteringen, zou de investeringsgroei volgens de prognoses de komende jaren toch geleidelijk afzakken tot een normaler groeitempo. Ook de komende jaren zouden de bedrijfsinvesteringen nochtans verder worden ondersteund door de gunstige financieringsomstandigheden, met aanzienlijke cashreserves, een toenemend exploitatieoverschot en de blijvend lage rente. De investeringen van de huishoudens in vastgoed worden – hetzij via nieuwbouw of renovatieprojecten – nog steeds gestimuleerd door de lagerentemgeving. In dat verband zijn er duidelijke aanwijzingen dat vastgoed steeds meer als alternatieve beleggingsvorm fungeert voor particulieren die op zoek zijn naar rendement. Ook hier wijzen de prognoses evenwel op een geleidelijke normalisering van het groeitempo, zeker gelet op de verwachte stijging van de hypothecaire rente. Terwijl de bedrijfsinvesteringen al enige tijd geleden hun

GRAFIEK 6 **BEDRIJFSINVESTERINGEN EN INVESTERINGEN IN WONINGEN**
(volumegegevens, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



Bronnen: INR, NBB.
(1) Gecorrigeerd voor belangrijke en uitzonderlijke aankopen van investeringsgoederen in het buitenland.
(2) In nominale termen.

TABEL 3 BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN

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

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

Bronnen: INR, NBB.

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

niveau van vóór de crisis hebben overschreden, bevinden de investeringen in woningen zich wel nog steeds een heel eind onder dat peil en zou de kloof aan het einde van de projectieperiode amper worden gedicht.

Inzake overheidsbestedingen, bleken de uitgaven van de lokale overheid uiteindelijk beperkter dan verwacht, waardoor de overheidsinvesteringen naar volume in 2016 slechts heel beperkt toenamen en lager uitvielen dan waar in de najaarsprognoses werd van uitgegaan. Voorts volgen de overheidsinvesteringen het patroon van de electorale cyclus met in 2019 een daling na de sterke groei die in 2018 zou worden opgetekend. De groei van de overheidsconsumptie blijft over de volledige projectieperiode erg gering.

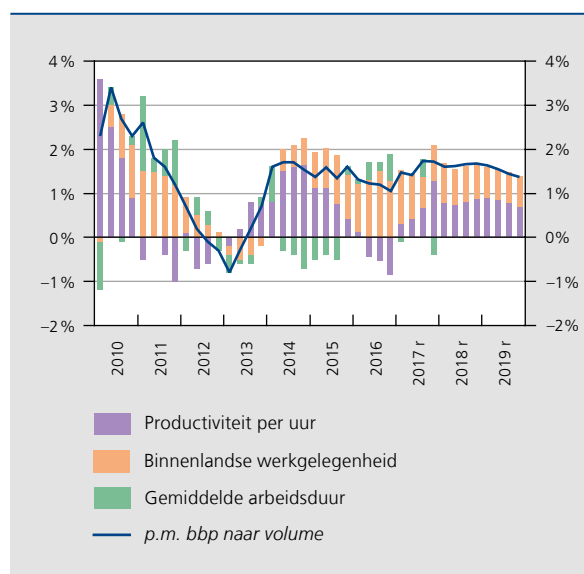
3. Arbeidsmarkt

Ondanks de gematigde groei van de bedrijvigheid in 2016 – 1,2 % als jaargemiddelde –, werden netto 59 000 nieuwe banen gecreëerd, wat duidelijk meer is dan tijdens de voorgaande jaren, terwijl de economische groei toen hoger uitviel. De grotere werkgelegenheidsintensiteit van de groei – ongeveer 1 in 2016 – wordt in de hand gewerkt door het beleid van loonkostenmatiging dat arbeid relatief goedkoper maakt en de vraag ernaar doet toenemen, alsook door de diverse structurele hervormingen die het effectieve arbeidsaanbod vergroten. De forse

werkgelegenheidstoename, bij een relatief matige groei van de bedrijvigheid, heeft wel gewogen op het verloop van de arbeidsproductiviteit, die vorig jaar is gedaald.

GRAFIEK 7 BINNENLANDSE WERKGELEGENHEID, ARBEIDSDUUR EN PRODUCTIVITEIT

(bijdrage aan de bbp-groei, in procentpunt, voor seizoenschommelingen en kalendereffecten gecorrigeerde gegevens)



Bronnen: INR, NBB.

De werkgelegenheidsgroei is vanaf het laatste kwartaal van 2016 wel duidelijk teruggevallen tot nog gemiddeld 0,15 % op kwartaalbasis en zou tijdens de projectieperiode verder matig blijven. De impact van het tijdens de afgelopen jaren ten uitvoer gelegd beleid, dat de nettobanencreatie fors heeft beïnvloed, zou immers geleidelijk afzakken. De meer recente hervormingen, zoals de in maart 2017 door het Parlement goedgekeurde wet betreffende 'werkbaar en wendbaar werk', zouden bovendien effect moeten sorteren op de indicatoren over de arbeidskwaliteit veeleer dan op de nettobanencreatie. Het aantal gecreëerde arbeidsplaatsen zou over de projectieperiode toch op zowat 115 000 eenheden uitkomen.

De stijging van het aantal werkenden zal gepaard gaan met een toename van de productiviteit per uur, waarvan de groei vanaf 2017 opnieuw positief zal worden. De van het ene op het andere kwartaal sterk volatiele gemiddelde arbeidsduur zal over de projectieperiode nog slechts weinig verminderen. De verruiming van het aandeel van de deeltijdwerkers in de werkgelegenheid stuurt de tendens lichtjes neerwaarts, maar de gemiddelde arbeidsduur van de deeltijdwerkers neemt

kennelijk toe: het gemiddelde aantal door deeltijdwerkers gewerkte uren per week is gestegen van 22,5 in 2000 tot 24,1 in 2016. Ook de overgang naar een diensteneconomie beïnvloedt de gemiddelde arbeidsduur in negatieve zin. Op korte termijn weerspiegelt de in het vierde kwartaal van 2016 opgetekende verlenging van de gemiddelde arbeidsduur de afschaffing van de uitkeringen voor het tijdskrediet zonder motief. Die hervorming, die in januari 2015 werd aangekondigd, had voor een anticipatie-effect gezorgd bij tal van werknemers die tot 1 juli 2015 profijt hadden kunnen trekken van het stelsel teneinde hun arbeidsduur te verkorten. Het tegeneffect blijkt op dit ogenblik aangezien die werknemers langzamerhand uit het stelsel van het tijdskrediet zonder motief stappen. In de projectieperiode zou de gemiddelde arbeidsduur opnieuw aanknopen bij de langetermijntrend en nagenoeg ongewijzigd blijven.

De werkgelegenheid steeg in 2016 vooral sterk voor de loontrekkenden uit de conjunctuurgevoelige bedrijfstakken aangezien er 29 000 méér waren dan in 2015. Die ontwikkeling is met name toe te schrijven aan een aanzienlijke stijging in de tak diensten aan ondernemingen (+20 000) alsook in de handel, vervoer en horeca (+7 000). Vergeleken

TABEL 4 ARBEIDSAANBOD EN -VRAAG

(Seizoengezuiverde gegevens, verandering in duizenden personen, tenzij anders vermeld)

	2013	2014	2015	2016	2017 r	2018 r	2019 r
Totale bevolking	57	55	59	62	63	58	54
Bevolking op arbeidsleeftijd	12	9	16	21	17	8	4
Beroepsbevolking	9	32	22	33	28	29	30
Binnenlandse werkgelegenheid	-15	19	42	59	43	39	33
Loontrekkenden	-21	12	31	45	31	25	20
Conjunctuurgevoelige bedrijfstakken ⁽¹⁾	-25	-1	16	29	20	16	12
Overheid en onderwijs	3	6	1	2	-2	-3	-3
Overige diensten ⁽²⁾	1	7	14	14	13	12	11
Zelfstandigen	6	7	11	14	12	14	13
Niet-werkende werkzoekenden	25	14	-19	-26	-15	-10	-3
<i>p.m. Geharmoniseerde werkloosheidsgraad⁽³⁾⁽⁴⁾</i>	8,5	8,6	8,6	7,9	7,5	7,3	7,2
<i>Geharmoniseerde werkgelegenheidsgraad⁽³⁾⁽⁵⁾</i>	67,2	67,3	67,2	67,7	69,2	69,7	70,2

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

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

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

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

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

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

met de jaren voordien, is de werkgelegenheid in de industrie en in de bouwrijverheid niet langer gedaald. In de conjunctuurgevoelige bedrijfstakken blijven enkel de financiële en verzekeringsactiviteiten een teruggang optekenen vermits ze 1 000 banen minder telden dan in 2015. Voor de projectieperiode zou de gesalarieerde werkgelegenheid in de conjunctuurgevoelige bedrijfstakken haar opwaartse tendens moeten voortzetten, hoewel in een gematigder tempo. Net als de voorgaande jaren hebben ook de niet-marktdiensten deel aan de opwaartse tendens van de gesalarieerde werkgelegenheid, maar dan uitsluitend voor de overige diensten (+36 000 over de periode 2017-2019). De werkgelegenheid bij de overheid en in het onderwijs zou over de hele projectieperiode met 8 000 personen moeten slinken.

Het aantal zelfstandigen blijft toenemen. In 2016 waren er 781 000, dat is 14 000 meer dan een jaar eerder. In dat verband is de zelfstandige werkgelegenheid recentelijk duidelijk sneller gegroeid dan het aantal werknemers (met een gemiddelde jaar-op-jaar groei van 1,8%, tegen 1,2% voor de loontrekkenden). In de projecties wordt ervan uitgegaan dat die tendens zal aanhouden en dat er tussen nu en 2019 39 000 zelfstandigen zullen bijkomen.

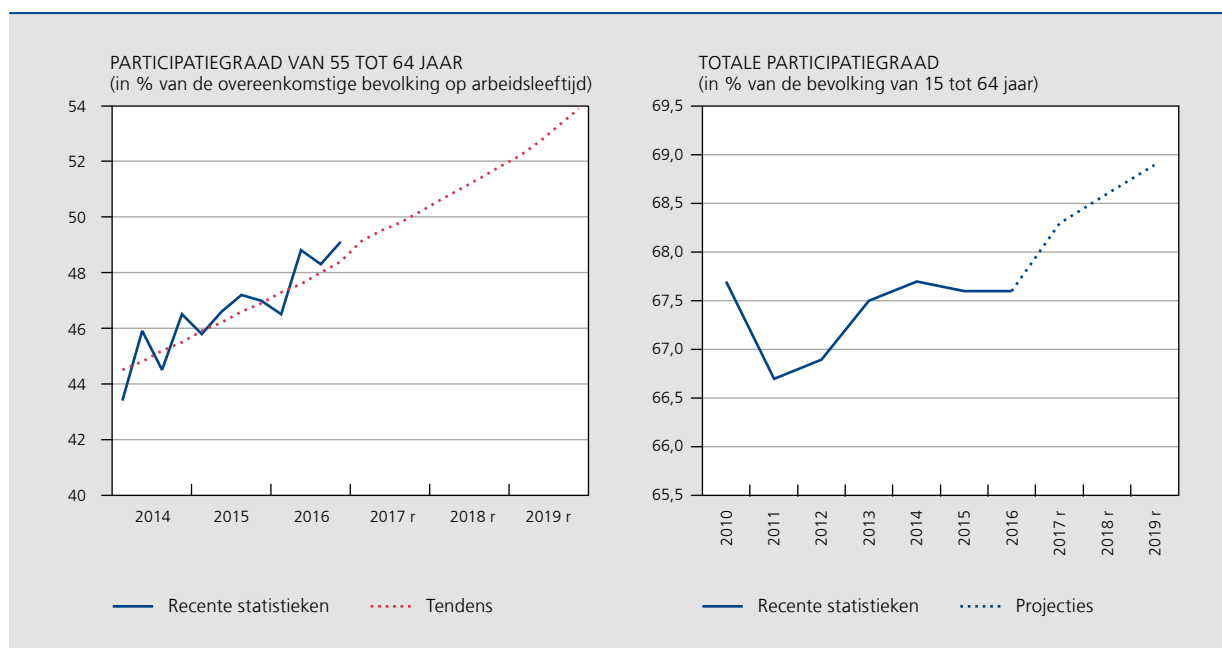
Hoewel de bevolking volgens de meest recente demografische vooruitzichten nog steeds zou toenemen, is dat door de vergrijzing steeds minder het geval voor de bevolking op arbeidsleeftijd, waarvan de groei tegen 2019 vrijwel zou stilvallen. Daartegenover staat evenwel dat de

participatiegraad, en dan vooral van de oudere leeftijds-categorieën, recentelijk fors is toegenomen en volgens de prognoses nog verder zou stijgen. Naast cohorthe-effecten, waarbij later geboren generaties in grotere mate aan de arbeidsmarkt deelnemen, weerspiegelt dit vooral de hervormingen die erop gericht zijn vervroegde uittreding van oudere werknemers tegen te gaan. De stijgende participatiegraad ondersteunt de werkgelegenheids-groei.

Na de heel dynamische banencreatie in 2016, duiken op de arbeidsmarkt de eerste tekenen van spanning op, meer bepaald in sommige gewesten en voor sommige beroepen. Die maken dat openstaande vacatures – die de afgelopen maanden reeds duidelijk zijn gestegen – minder snel kunnen worden ingevuld door geschikte werknemers, wat de toename van de werkgelegenheid in de latere kwartalen van de projectieperiode steeds meer zal afremmen indien de hervormingen die zijn ondernomen met name inzake het activeren van de werkzoekenden en inzake permanente opleiding, geen vruchten zouden afwerpen.

Tegen die achtergrond zal de werkloosheidsgraad, die in 2016 sterk is gedaald – met 0,7 procentpunt, tot minder dan 8% –, nog verder afnemen, zij het in een matiger tempo. In 2019 zou de werkloosheidsgraad volgens de huidige prognoses op 7,2% uitkomen, wat overeenkomt met zowat 525 000 werkzoekenden. We naderen aldus stilaan de werkloosheidsniveaus

GRAFIEK 8 ARBEIDSMARKTPARTICIPATIE



Bronnen: ADS, EC, FPB, NBB.

van 2008, vóór de grote recessie, namelijk zowat 500 000 personen.

4. Prijzen en kosten

Sinds 2014 zijn de loonkosten per eenheid product afgenomen ten gevolge van de diverse maatregelen om de kostenconcurrentiekracht van de Belgische ondernemingen te versterken. Ook in 2016 was dat, ondanks de bovenvermelde daling van de arbeidsproductiviteit, nog het geval aangezien de uurloonkosten nog sterker daalden dan de productiviteit. Dat had in de eerste plaats te maken met de nieuwe verminderingen van de werkgeversbijdragen die op 1 januari en op 1 april van kracht zijn geworden. Voorts kwam er in april 2016 een einde aan de tijdelijke opschorting van de indexeringsmechanismen maar door bepaalde vertragingen, die inherent zijn aan de wijze waarop sommige sectoren indexeren, heeft de indexsprong ook nog in de rest van het jaar effect gesorteerd. Tot slot valt op dat ook de conventionele loonsverhogingen duidelijk onder de verwachtingen en het toegestane maximum bleven (0,5% van de brutoloon met alle lasten inbegrepen en een extra 0,3% van de loonsom in nettotermen zonder bijkomende kosten): op basis van de thans beschikbare informatie ziet het er naar uit dat er in werkelijkheid bijna geen sectorale conventionele loonsverhogingen werden toegekend, terwijl ook de loondrift heel beperkt is gebleven.

Vanaf 2017 zouden de uurloonkosten evenwel sterk opveren. Het effect van de indexsprong is dit jaar namelijk vrijwel volledig uitgewerkt. Daarnaast werd in de huidige ramingen, anders dan in de najaarsprognoses, rekening gehouden met de door de sociale partners vastgelegde loonnorm van 1,1% voor de reële conventionele loonaanpassingen in 2017 en 2018. Deze reële conventionele verhogingen liggen lager dan de technische hypothese die werd gebruikt in de najaarsprognoses toen de loonnorm nog niet bekend was. Die loonnorm berust overigens op een nieuwe berekeningswijze van de maximale marge voor het loonkostenverloop door de CRB als gevolg van de herziening van de wet van 1996. Gelet op de zeer sterke loonmatiging tijdens de afgelopen jaren, wordt er wel van uitgegaan dat de toegestane marge over 2017-2018 volledig zal worden gebruikt en dat ze met name de conventionele lonen zal doen toenemen met 0,3% dit jaar en met 0,8% in 2018. De nieuwe collectieve arbeidsovereenkomsten worden immers pas in de loop van 2017 afgesloten en zullen dus, op jaarbasis, voor 2018 een grotere loonstijging impliceren. Voor 2019 zal de marge voor de reële conventionele aanpassingen pas besproken worden tijdens de onderhandelingen over een centraal akkoord aan het einde van 2018. Bij gebrek aan een officiële loonnorm wordt hier – in de context van het verder aantrekken van de

arbeidsmarkt en de afnemende werkloosheidsgraad - uitgegaan van de technische hypothese van een stabilisatie van de conventionele loongroei tussen 2018 en 2019. Mocht eind 2018 blijken dat de loonkosten opnieuw sterker stijgen dan in de belangrijkste buurlanden, dan kan die technische hypothese eventueel neerwaarts worden aangepast.

Rekening houdend met een terugkeer naar een volledige indexering van de lonen op basis van de gezondheidsindex, zou de groei van de uurloonkosten voor de ondernemingen in 2017 reeds op 1,9% uitkomen en in 2019 verder oplopen tot 2,6%. Die groei van de loonkosten wordt over de hele projectieperiode nog wel gematigd door supplementaire verlagingen van de werkgeversbijdragen (naast de residuele impact van de op 1 april 2016 ingegane verlagingen) als gevolg van de taxshift, maar die zijn van een veel geringere omvang dan in 2016: al met al zouden ze de uurloonkosten in de periode van 2017 tot 2019 met gemiddeld minder dan 0,2% per jaar verlagen, tegen in 2016 nog met 0,9%.

Aangezien de arbeidsproductiviteit vanaf 2017 opnieuw aanknoopt bij een normale, beperkt positieve groei, is de ommekeer in de loonkosten per eenheid product wat beperkter dan die voor de uurloonkosten. Toch zouden ook de loonkosten per eenheid product vanaf 2017 opnieuw stevig aantrekken tot zowat 1,7% aan het einde van de projectieperiode.

Die stijgende loonkosten zullen evenwel slechts gedeeltelijk en met enige vertraging tot een hogere inflatie leiden. Ontwikkelingen uit het verleden, waarbij forse stijgingen van de loonkosten vaak gedeeltelijk werden geabsorbeerd in het verloop van de winstmarges van de ondernemingen, wijzen er immers op dat de Belgische prijsvorming ook door bepaalde opwaartse rigiditeiten wordt gekenmerkt. Volgens de huidige prognoses zou het aandeel van de winstmarges in de verkoopprijzen over de projectieperiode niet meer sterk stijgen, zoals tijdens de afgelopen jaren toen de dalende loonkosten niet volledig werden doorberekend in die prijzen, maar zelfs wat verkleinen.

Naast de gebruikelijke inertie bij de doorberekening van de kosten in de prijzen, zou de inflatie evenwel ook worden getemperd door bepaalde specifieke factoren. Zo is de onderliggende inflatie, en de diensteninflatie in het bijzonder, in het laatste kwartaal van 2016 fors afgenomen door het verdwijnen van de opwaartse impact op de jaar-op-jaar inflatie van de aanzienlijke verhoging, op 1 oktober 2015, van het inschrijvingsgeld voor hoger onderwijs in de Vlaamse Gemeenschap. Dat lagere peil van de diensteninflatie hield gedurende het eerste kwartaal van 2017 aan, vooral vanwege een kalender-effect dat werd veroorzaakt doordat de paasvakantie

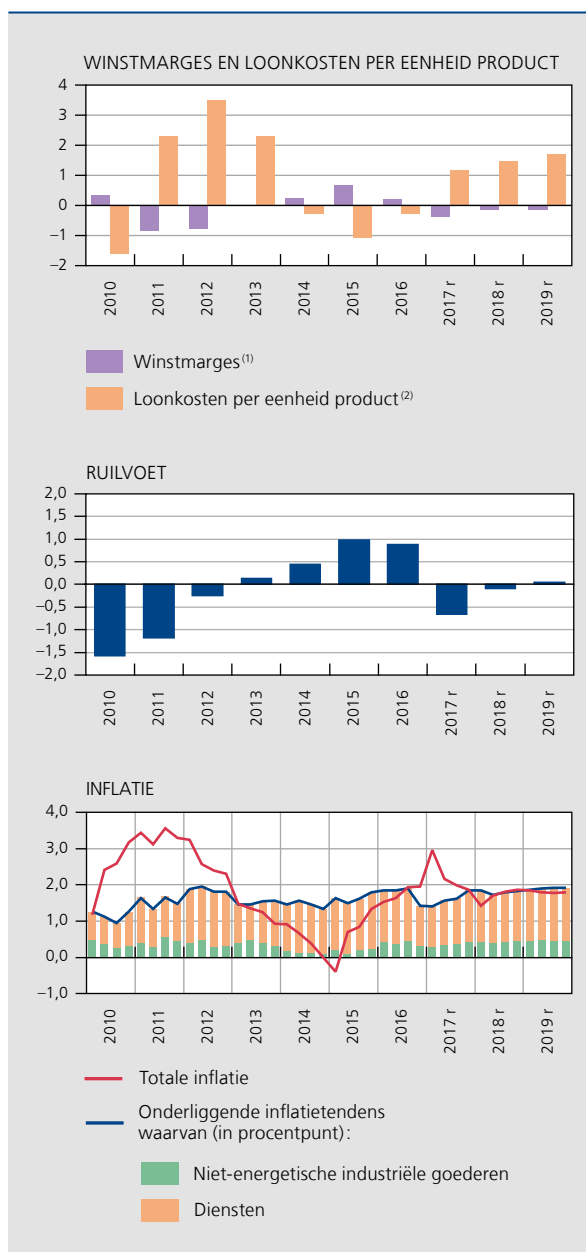
integraal in de maand april viel, wat het jaar voordien niet het geval was. Zo werd in maart jaar-op-jaar een daling vastgesteld van de prijzen van georganiseerde vakantie reizen en van hotelkamers. Daarbovenop was er op hetzelfde ogenblik een matiging van de inflatie in de telecommunicatie. Vanaf het tweede kwartaal van 2017 veert de diensteninflatie weer op. De sterke stijging in april 2017 was daarbij nog in hoge mate voorbijgaand van aard aangezien ze vooral te maken had met de ommekeer in de bovenvermelde kalendereffecten en met name met de forse prijsstijgingen van pakketreizen en hotelkamers tijdens de paasvakantie dit jaar. Al met al zou de onderliggende inflatie in jaargemiddelden in 2017 toch licht teruglopen ten opzichte van vorig jaar.

De onderliggende inflatie zou in de twee volgende jaren wel verder toenemen tot 1,9% in 2019 door de, weliswaar beperkte, doorberekening van de hogere loonkosten in de prijzen. De onderliggende inflatie, en in het bijzonder de aldus geraamde diensteninflatie, komt echter lager uit dan in de najaarsprognoses. Dat komt voornamelijk door de neerwaartse herziening van het verloop van de loonkosten, maar ook door de verwachte effecten van de recente regelgeving in de restaurants en cafés – in voorkomend geval het einde van de brouwerijcontracten die strikte verkoopvoorwaarden oplegden – en in de telecommunicatie, met name de openstelling van de kabelnetwerken in 2016, alsook het makkelijker maken, vanaf juli 2017, om van vaste operator te veranderen. Die wijzigingen zouden de concurrentiegraad moeten verbeteren en het verloop van de gehanteerde prijzen beïnvloeden. Gelet op het belang van deze beide sectoren in de gezinsconsumptie, wordt dan ook verwacht dat die maatregelen een temperende impact zullen hebben op de inflatie.

Naast de onderliggende inflatie dragen de energiedragers en levensmiddelen eveneens bij tot het verloop van de totale inflatie tijdens de projectieperiode. Zo zou de totale inflatie in 2017 aantrekken tot 2,2% als gevolg van, onder meer, de prijzen van de energiedragers. Deze laatste zouden 9,1% duurder worden, terwijl ze in 2016 nog 0,6% goedkoper waren geworden. De oorzaak van die ommekeer moet worden gezocht bij het recente en verwachte verloop van de Brent-prijs die, uitgedrukt in euro, in 2017 19% duurder zou zijn dan in 2016. Ook de prijswijziging voor gas zou positief worden. Het prijsverloop van de ingevoerde energie bepaalt trouwens ook in hoge mate het verloop van de ruilvoet die, na gedurende de afgelopen jaren sterk te zijn verbeterd, in 2017 weer verslechtert, waardoor de inflatie dus toeneemt. Daartegenover zou het verdwijnen, in de eerste helft van 2017, van diverse basiseffecten die de prijsstijging voor elektriciteit hadden beïnvloed, er voor zorgen dat die stijging in 2017 terugloopt tot 7%,

GRAFIEK 9 INFLATIE EN DETERMINANTEN

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



Bronnen: EC, INR, NBB.

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

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

terwijl in 2016 nog sprake was van 28%. Vervolgens zouden de energieprijzen zich in 2018 en 2019 relatief stabiliseren, met een vrij vlak profiel voor olieproducten, gas en elektriciteit.

In 2016 waren de levensmiddelen bijzonder sterk in prijs gestegen als gevolg van, onder meer, accijnsverhogingen voor alcohol en tabak. Daarbovenop werd

TABEL 5

PRIJS- EN KOSTENINDICATOREN

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

	2014	2015	2016	2017 r	2018 r	2019 r
Loonkosten in de private sector ⁽¹⁾						
Loonkosten per gewerkt uur	1,0	0,0	-0,8	1,9	2,3	2,6
waarvan: indexering	0,8	0,1	0,6	1,5	1,7	1,6
Arbeidsproductiviteit ⁽²⁾	1,3	1,1	-0,5	0,7	0,8	0,8
Loonkosten per eenheid product	-0,3	-1,1	-0,3	1,2	1,5	1,7
<i>p.m. Loonkosten per gewerkt uur volgens de nationale rekeningen⁽³⁾</i>	<i>1,1</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,9</i>	<i>1,7</i>	<i>2,3</i>	<i>2,5</i>
Onderliggende inflatietendens ⁽⁴⁾	1,5	1,6	1,8	1,6	1,8	1,9
Energiedragers	-6,0	-8,0	-0,6	9,1	0,9	1,0
Voedingsmiddelen	0,8	1,8	3,1	1,3	1,7	1,8
Totale inflatie (HICP)	0,5	0,6	1,8	2,2	1,7	1,8
<i>p.m. Inflatie volgens de nationale index (NCPI)</i>	<i>0,3</i>	<i>0,6</i>	<i>2,0</i>	<i>2,1</i>	<i>1,6</i>	<i>1,8</i>
Gezondheidsindex ⁽⁵⁾	0,4	1,0	2,1	1,9	1,5	1,7

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

(1) De loonkosten per gewerkt uur worden hier niet voorgesteld volgens het concept van de nationale rekeningen, maar volgens een ruimer concept dat eveneens de verminderingen van de bijdragen voor doelgroepen en de loonsubsidies omvat. Dat concept zorgt voor een betere voorstelling van de effectieve loonkosten voor de ondernemingen.

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

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

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

(5) Gemeten volgens de nationale consumptieprijsindex, ongerekend tabak, alcohol en motorbrandstoffen.

op de alcoholprijzen nog een methodologisch effect gesorteerd door het ruimere gebruik van scannerdata vanaf begin 2016. In 2017 zou men naar een duidelijk lager niveau terugkeren vanwege een 'normalisering' van het inflatiecijfer voor bewerkte levensmiddelen en een naar verwachting zeer beperkt inflatiecijfer voor de niet-bewerkte levensmiddelen. Vervolgens wordt voor de beide soorten van producten een opwaartse inflatietendens in het vooruitzicht gesteld.

Zo zou het totale inflatiecijfer in België, vanwege de omvang van de prijsbewegingen op de energiemarkten, in 2018 teruglopen, in tegenstelling tot wat wordt verwacht voor de onderliggende inflatie. Het inflatieverschil met het eurogebied, dat in 2016 nog 1,6 procentpunt bedroeg, zou over de projectieperiode sterk dalen.

De analyse hierboven heeft betrekking op de HICP, die een vergelijking mogelijk maakt tussen de inflatiecijfers van alle Europese landen. De inflatie gemeten volgens de Belgische nationale consumptieprijsindex (NCPI) kan daarvan afwijken door verschillen van methodologische aard. Het is op basis van de NCPI dat de gezondheidsindex wordt berekend, dat is namelijk de nationale index ongerekend tabak,

alcoholische dranken en motorbrandstoffen. De stijging van de gezondheidsindex, die onder meer als basis dient voor de loonindexering, zou in 2017 ietwat vertragen (1,9%) ten opzichte van het voorgaande jaar, en nog méér in 2018 (1,5%) om uiteindelijk uit te komen op 1,7% in 2019.

5. Overheidsfinanciën

5.1 Financieringssaldo

Volgens de door het INR in april 2017 gepubliceerde gegevens liet de Belgische overheid in 2016 een financieringstekort van 2,6% bbp optekenen. Tegen de hierboven beschreven macro-economische achtergrond, zou dat tekort in 2017 teruglopen tot 2% bbp. In 2018 en 2019 zou het begrotingstekort nagenoeg stagneren en op 2,1% bbp uitkomen.

Het begrotingssaldo van de gezamenlijke overheid zou in 2017 verbeteren omdat de uitgaven fors zouden dalen in verhouding tot het bbp, terwijl de ontvangsten slechts licht zouden afnemen. De primaire

TABEL 6 OVERHEIDSREKENINGEN
(in % bbp)

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

Bronnen: INR, NBB.

(1) Deze cijfers zijn opgemaakt volgens een budgettaire benadering. Ze omvatten de voorschotten op de gewestelijke opcentiemen op de personenbelasting, hoewel die voorschotten volgens de methodologie van het ESR 2010 als louter financiële transacties worden beschouwd en de gewestelijke opcentiemen pas op het ogenblik van de inkohiering in rekening worden gebracht. De correctie van die voorschotten is behandeld volgens de uitvoeringsbepalingen van de bijzondere financieringswet.

uitgaven zouden verminderen onder impuls van het begrotingsbeleid dat erop is gericht de uitgaven te drukken. De rentelasten van hun kant zouden verder teruglopen aangezien de overheidsleningen die op vervalddag komen, geherfinancierd worden tegen voor de overheid gunstige rentetarieven. In 2018 en 2019 zouden de primaire uitgaven en de rentelasten verder dalen, maar de mate waarin deze laatste teruglopen, wordt wel kleiner tegen het einde van de projectieperiode. De gunstige impact van beide factoren op het begrotingssaldo zou echter worden gecompenseerd door dalende ontvangsten als gevolg van een vermindering van de heffingen op arbeid in het kader van de taxshift.

De tekorten zouden zich voornamelijk voordoen bij de federale overheid. De sociale zekerheid zou uitkomen op een evenwicht, aangezien ze van de federale overheid een dotatie ontvangt om dat evenwicht te bereiken. De gemeenschappen en gewesten zouden in de loop van de projectieperiode beperkte tekorten vertonen, terwijl de financiën van de lokale overheid nagenoeg in evenwicht zouden zijn.

De projecties zijn, zoals gebruikelijk, gebaseerd op de hypothese van ongewijzigd beleid. Er is bijgevolg enkel rekening gehouden met reeds aangekondigde en voldoende gepreciseerde begrotingsmaatregelen. Uit de ramingen

blijkt dat nog meer consolidatiemaatregelen vereist zijn om in 2019 een structureel begrotingsevenwicht te bereiken, wat de in het stabiliteitsprogramma van april 2017 beoogde doelstelling is.

5.2 Ontvangsten

De overheidsontvangsten zouden in 2017 met 0,1 procentpunt bbp afnemen en in 2018 en 2019 zouden ze verder dalen, met respectievelijk 0,6 en 0,4 procentpunt bbp. De sinds 2014 ingezette daling van de ontvangstenratio zou dan ook tijdens de projectieperiode aanhouden. Vooral de heffingen op arbeidsinkomens zouden sterk worden verlaagd als gevolg van de maatregelen waartoe werd besloten in het kader van de taxshift, dit teneinde de concurrentiepositie van de ondernemingen te verbeteren, de werkgelegenheid te bevorderen en de koopkracht van de huishoudens te verhogen.

De voor 2017 verwachte lichte daling van de ontvangstenratio is het gevolg van de verlaging van de heffingen op de inkomens uit arbeid. De arbeidsinkomens, die relatief zwaar worden belast, zouden immers minder sterk toenemen dan het bbp. Voorts zou de personenbelasting dalen omdat de belastingschalen worden geïndexeerd op basis van het indexcijfer van de

TABEL 7 OVERHEIDSONTVANGSTEN
(in % bbp)

	2016	2017 r	2018 r	2019 r
Fiscale en parafiscale ontvangsten	43,9	43,8	43,2	42,9
Heffingen die in hoofdzaak van toepassing zijn op de inkomens uit arbeid	25,1	24,8	24,2	23,9
Personenbelasting	11,1	11,0	10,5	10,3
Sociale bijdragen	14,0	13,8	13,7	13,6
Belastingen op de vennootschapswinsten	3,4	3,5	3,5	3,5
Heffingen op de overige inkomens en op het vermogen	4,2	4,2	4,2	4,1
Belastingen op goederen en diensten	11,2	11,3	11,3	11,4
waarvan:				
Btw	6,8	6,9	6,9	6,9
Accijnzen	2,2	2,3	2,3	2,3
Niet-fiscale en parafiscale ontvangsten	6,9	6,9	6,8	6,8
Totale ontvangsten	50,8	50,7	50,1	49,6

Bronnen: INR, NBB.

consumptieprijs van het voorgaande jaar, dat hoger uitvalt dan de voor 2017 verwachte loonindexering, waardoor de belastingdruk afneemt. Voorts zouden ook de sociale bijdragen dalen doordat de verlaging van het tarief van de werkgeversbijdragen vanaf 1 april 2016 haar volledige uitwerking krijgt. De daaruit resulterende inkomstendaling wordt echter grotendeels gecompenseerd door de toename van de belastingen op goederen en diensten als gevolg van, onder meer, een verhoging van de accijnzen. De heffingen op de overige inkomens en op het vermogen zouden in verhouding tot het bbp nagenoeg stabiel blijven, hoewel de ontvangsten uit roerende voorheffing worden opgedreven door de verhoging, op 1 januari 2017, van het algemene tarief van 27 % tot 30 %.

In 2018 en 2019 zouden de ontvangsten verder afnemen door de in het kader van de taxshift genomen maatregelen. Zo zou vooral de personenbelasting worden gedrukt, maar ook de sociale bijdragen zouden verder dalen.

5.3 Primaire uitgaven

De neerwaartse tendens van de primaire uitgaven in verhouding tot het bbp zou zich in 2017 en in de daaropvolgende jaren voortzetten. In nominale termen zouden die uitgaven in de loop van de projectieperiode dus trager toenemen dan de groei van de economische bedrijvigheid.

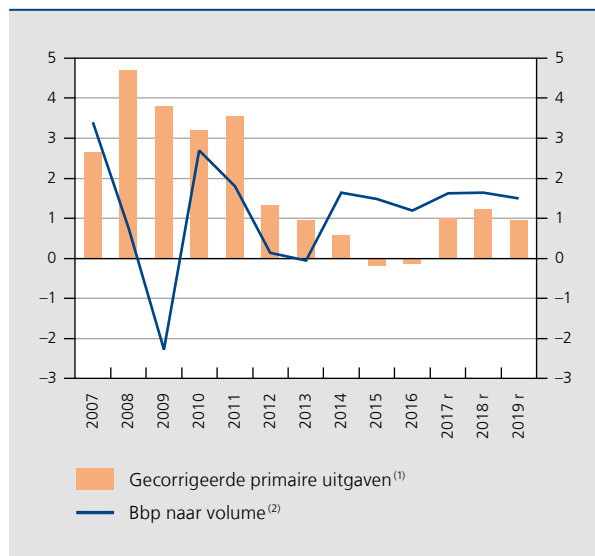
De voor dit jaar verwachte matiging van de uitgaven zou nog het streven van de federale overheid weerspiegelen om haar werkingskosten te beperken en de socialezekerheidsuitgaven onder controle te houden. Die matiging zou bovendien profijt trekken van het feit dat een reeks onverwachte factoren die in 2016 een negatieve invloed hadden op het begrotingsaldo, zouden afzwakken of verdwijnen. Het betreft onder meer aanzienlijke terugbetalingen van belastingen als gevolg van rechterlijke beslissingen, alsook de uitzonderlijke inspanningen om de toestroom van asielzoekers te beheren.

Omgekeerd zal een nieuwe indexering van de sociale uitkeringen en van de bezoldigingen in de overheidssector, precies één jaar na de vorige, de overeenstemmende uitgaven in 2017 opdrijven. Die uitgaven betreffen alle geledingen van de Staat: de federale overheid, de gemeenschappen en gewesten, de lokale overheid en de sociale zekerheid.

De reële primaire uitgaven, gecorrigeerd zowel voor de tijdelijke factoren als voor de conjuncturele invloed en voor het tijdsverschil tussen de inflatie en de indexering, zouden in 2017 met 1 % toenemen. Dat is een stijgingstempo dat, net als de voorgaande jaren, beperkt zou blijven en lager zou uitvallen dan de bbp-groei naar volume.

De beheersing van de primaire uitgaven zou in 2018 minder uitgesproken moeten zijn vanwege, onder

GRAFIEK 10 PRIMAIRE UITGAVEN VAN DE OVERHEID EN BBP
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

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

(2) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

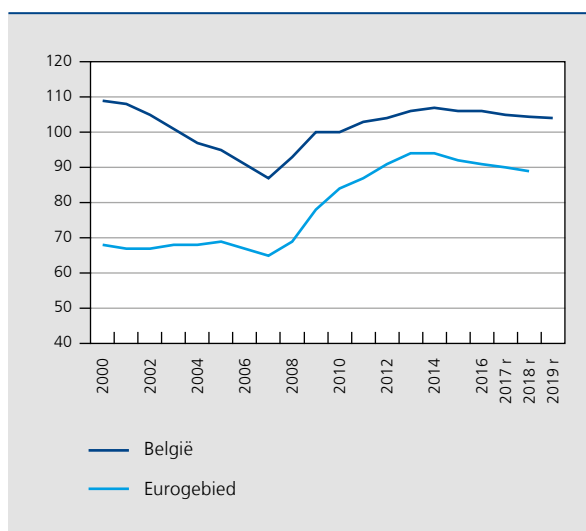
meer, de traditionele nieuwe toename van de overheidsinvesteringen in de aanloop naar de gemeentelijke en provincieraadsverkiezingen. In 2019 zou ze echter moeten hervatten.

5.4 Schuld

De schuldgraad bleef in 2016 stabiel op 106% bbp. In de loop van de projectieperiode zou de overheidsschuld in verhouding tot het bbp echter geleidelijk teruglopen.

In 2017 zou de schuld dalen tot 105% bbp. Exogene factoren oefenen weliswaar een opwaartse invloed uit. De impact van de verkoop van een deel van de participatie van de federale overheid in BNP Paribas is immers beperkter dan het schuldverhogend effect van de toename van de leningen die worden verstrekt in het kader van het beleid inzake sociale huisvesting en van een aantal factoren met betrekking tot het schuldbeheer. De daling van de schuldgraad is dan ook uitsluitend een gevolg van de neerwaartse impact van de endogene factoren. De nominale bbp-groei zou de impliciete rente op de overheidsschuld overschrijden en het primair begrotingssaldo zou licht positief zijn.

GRAFIEK 11 GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULD VAN DE OVERHEID
(in % bbp)



Bronnen: EC, INR, NBB.

Nadien zou de schuldgraad verder dalen, opnieuw onder impuls van de endogene factoren. Er wordt immers verwacht dat de nominale toename van het bbp ruimschoots hoger zou uitvallen dan de impliciete rente op de overheidsschuld. Door die gunstige rentegroei-dynamiek in combinatie met het – weliswaar beperkte – primair begrotingsoverschot, zou de schuldgraad dalen tot 104,4% bbp in 2018 en tot 103,9% bbp in 2019.

6. Conclusie en beoordeling van de risicofactoren

In de voorjaarsramingen van het Eurosysteem is de groei voor de periode van 2017 tot 2019 licht opwaarts herzien ten opzichte van de najaarsramingen van december 2016 en de ECB-prognoses van maart 2017. De groeivoorzichten voor België zijn in beperktere mate opwaarts herzien, wat overigens enkel toe te schrijven is aan een iets beter begin van 2017, volgens de herziene kwartaalstatistieken van het INR voor het eerste kwartaal en volgens de huidige kortetermijnramingen voor het tweede. Ook de ramingen met betrekking tot de inflatie liggen voor de korte termijn hoger dan in de decemberprognoses, maar dat komt vooral door de recentelijk sterk toegenomen energieprijzen; het profiel van de onderliggende inflatie is daarentegen zelfs iets neerwaarts bijgesteld.

Een vergelijking met de recentste ramingen van andere instellingen wijst, ondanks verschillen in afsluitingsdatum en

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

Instelling	Publicatiedatum	Bbp-groei naar volume			Inflatie (HICP, tenzij anders vermeld)		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Belgian Prime News	Maart 2017	1,4	1,5		2,3	1,8	
IMF	April 2017	1,6	1,5	1,5	2,0	1,7	1,7
Consensus Economics	Mei 2017	1,5	1,6		2,1	1,8	
EC	Mei 2017	1,5	1,7		2,3	1,5	
Federaal Planbureau ⁽¹⁾	Juni 2017	1,6	1,6	1,5	2,1	1,5	1,7
OESO	Juni 2017	1,6	1,7		2,5	1,8	
NBB	Juni 2017	1,6	1,6	1,5	2,2	1,7	1,8

(1) Economische begroting (juni 2017) voor 2017 en 2018. Projecties op middellange termijn (maart 2017) voor 2019. De inflatie stemt echter overeen met de NCPI voor de jaren 2017 en 2018.

de daarmee gepaard gaande verschillen in de statistieken waarmee ze rekening houden, op een vrij grote eensgezindheid wat de prognoses voor de economische groei betreft. De recentste ramingen, zoals die van de OESO, het FPB en de Bank, bevinden zich – voor 2017 – blijkbaar meer aan de bovenkant van de vork, maar dat weerspiegelt vooral het feit dat die instellingen reeds rekening konden houden met de opwaartse herziening, op 31 mei, van de groei in het eerste kwartaal door het INR, terwijl eerdere ramingen nog gebaseerd waren op de iets lagere flashraming van het INR. De verschillen blijven beperkt, maar lijken toch iets groter voor de inflatieramingen, al worden die uiteraard in belangrijke mate beïnvloed door de hypothesen voor de olieprijs en dus, gelet op de volatiliteit daarvan, door de precieze afsluitingsdatum.

Ondanks de hoge mate van convergentie tussen de verschillende macro-economische ramingen, bestaan er steeds zowel op- als neerwaartse risico's die mee in rekening moeten worden genomen. Op buitenlands vlak bevinden die zich, onder meer, bij de kracht en de duurzaamheid van het recente herstel van de internationale handel. Een persistentere terugkeer naar een grotere handelsintensiteit van de mondiale groei kan de fundamenten van deze laatste versterken en ook de Europese en Belgische groei verhogen door een grotere invoervraag. Anderzijds blijft de onzekerheid over de beleidskeuzes in een aantal landen, zoals de Verenigde Staten, groot. Een

meer protectionistisch beleid of een minder expansief begrotingsbeleid, in vergelijking met waar in de huidige prognoses van het Eurosysteem wordt van uitgegaan, kan de groei sterker fnuiken.

Op binnenlands vlak lijken de risico's voor de groei, de inflatie en de arbeidsmarkt vrij evenwichtig gespreid. Wat die laatste betreft, vormt een hoger dan verwachte participatiegraad ten gevolge van een grotere of snellere impact van de arbeidsmarkthervormingen die de mogelijkheden om de arbeidsmarkt vervoegd te verlaten, hebben beperkt, een opwaarts risico, dat evenwel kan worden gecompenseerd door een mogelijk grotere krapte op bepaalde segmenten van de arbeidsmarkt. Een specifiek risico betreft de loonvorming in 2019 aangezien er voor dat jaar nog geen loonnorm bekend is. Mochten de huidige ramingen opnieuw divergenties doen ontstaan ten opzichte van de loonkostengroei in de drie belangrijkste buurlanden, zoals dat concept is gedefinieerd in de herziene Wet van 1996 tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen, dan zou de uiteindelijke loongroei in 2019 lager kunnen uitvallen dan waar in deze ramingen wordt van uitgegaan. Dat hangt evenwel af van de ontwikkelingen in de buurlanden en de macro-economische gevolgen van eventuele lagere loonkosten zouden wellicht vrij beperkt zijn voor de groei en de inflatie in 2019, aangezien die zich doorgaans pas met enige vertraging doen gevoelen.

Bijlage

PROJECTIES VOOR DE BELGISCHE ECONOMIE: SYNTHESE VAN DE BELANGRIJKSTE RESULTATEN

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

	2016	2017 r	2018 r	2019 r
Groei (voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)				
Bbp naar volume	1,2	1,6	1,6	1,5
Bijdragen tot de groei:				
Binnenlandse bestedingen, ongerekend voorraadwijziging ...	1,0	1,3	1,8	1,7
Netto-uitvoer van goederen en diensten	0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Voorraadwijziging	0,1	0,4	0,0	0,0
Prijzen en kosten				
Geharmoniseerde consumptieprijsindex	1,8	2,2	1,7	1,8
Gezondheidsindex	2,1	1,9	1,5	1,7
Bbp-deflator	1,6	1,7	1,6	1,7
Ruilvoet	0,9	-0,7	-0,1	0,0
Loonkosten per eenheid product in de private sector ⁽¹⁾	-0,3	1,2	1,5	1,7
Uurloonkosten in de private sector ⁽¹⁾	-0,8	1,9	2,3	2,6
Productiviteit per arbeidsuur in de private sector	-0,5	0,7	0,8	0,8
Arbeidsmarkt				
Binnenlandse werkgelegenheid (gemiddelde jaar-op-jaar verandering, in duizenden personen) ..	59,2	43,3	38,6	33,1
Totaal arbeidsvolume ⁽²⁾	1,6	0,9	0,8	0,7
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad (in % van de beroepsbevolking van 15 jaar of ouder)	7,9	7,5	7,3	7,2
Inkomens				
Reëel beschikbaar inkomen van de particulieren	1,0	1,4	2,3	2,2
Spaarquote van de particulieren (in % van het beschikbaar inkomen)	11,4	11,4	11,7	11,9
Overheidsfinanciën				
Primair saldo (in % bbp)	0,2	0,6	0,2	0,1
Financieringssaldo (in % bbp)	-2,6	-2,0	-2,1	-2,1
Overheidsschuld (in % bbp)	106,0	105,0	104,4	103,9
Lopende rekening (volgens de betalingsbalans, in % bbp)				
	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1

Bronnen: ADS, EC, INR, NBB.

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

(2) Totaal aantal gewerkte uren in de economie.

De efficiëntie van de Belgische overheid

D. Cornille
P. Stinglhamber
L. Van Meensel

Inleiding

Efficiëntie wordt gedefinieerd als het vermogen om met zo weinig mogelijk middelen de best mogelijke resultaten te behalen. Het intensief nastreven van efficiëntie bij het beheer van de overheid is een noodzaak voor alle deelsectoren van de Staat. Zo wordt van de gezamenlijke overheid verwacht dat ze continu inspanningen levert om de aan de gemeenschap verleende diensten te verbeteren of om de overheidsuitgaven terug te dringen, of zelfs dat ze die beide doelstellingen tegelijkertijd nastreeft.

Het onderwerp van dit artikel, dat drie hoofdstukken telt, is het analyseren, uit macro-economisch oogpunt, van de efficiëntie van het overheidsoptreden in België. In het eerste hoofdstuk wordt een methode voorgesteld die doorgaans wordt gebruikt om te analyseren hoe efficiënt de overheid functioneert. In het tweede hoofdstuk worden de overheidsuitgaven in België vergeleken met die in de andere landen van Europa. En in het derde hoofdstuk, ten slotte, wordt de methode toegepast die aan het begin van het artikel wordt voorgesteld om het uitgavniveau af te zetten tegen de resultaten die worden behaald in een aantal functies van het overheidsoptreden. Dankzij die benadering kan een landenvergelijking worden gemaakt in termen van efficiëntie en kunnen referentielanden worden geïdentificeerd die de Belgische overheid tot voorbeeld kunnen strekken. Het artikel wordt afgesloten met enkele conclusies.

1. Hoe kan de efficiëntie van de overheid worden gemeten?

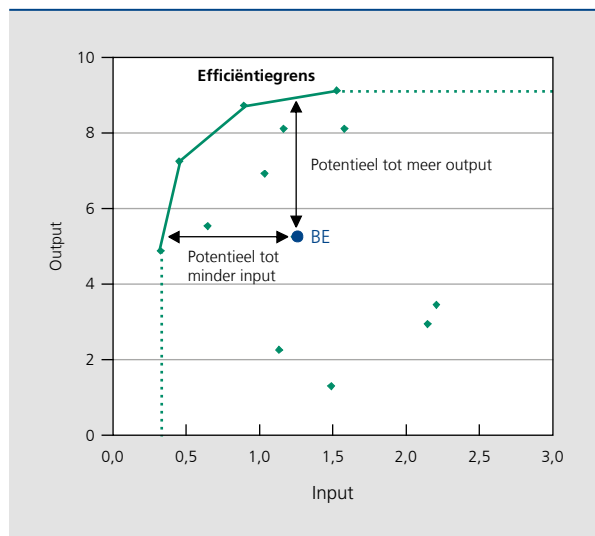
1.1 Efficiëntiegrens

De studies met betrekking tot de efficiëntie van de overheid berusten vaak op een gelijksoortige methodologische basis, waarvan ten behoeve van deze analyse een vereenvoudigde versie wordt gehanteerd.

In de eerste plaats gaat het erom ieder land uit het bestudeerde staal grafisch voor te stellen door een punt, dat op de horizontale as het uitgavniveau van dat land (input) meet en op de verticale as de behaalde resultaten (output), en dat alles voor een welomschreven functie van het overheidsoptreden.

Vervolgens wordt een 'efficiëntiegrens' getrokken die de landen met de beste output-inputcombinaties met elkaar verbindt. In dit geval wordt de methode *Data Envelopment Analysis* (DEA) gebruikt. Die techniek komt erop neer dat de gegevens omgeven worden door een denkbeeldige grens die wordt afgebakend door de meest efficiënte landen uit het staal. Die lijn is geen absolute referentie inzake efficiëntie: ze verbindt enkel de landen uit het staal die de best practices toepassen, gaande van het land dat de minste middelen gebruikt tot het land dat de beste resultaten behaalt. Op die grens bestaat er geen beter resultaat bij hetzelfde inputniveau, of een minder dure input bij hetzelfde resultaatniveau. Het tracé van die grens wordt uiteraard beïnvloed door het aantal en de aard van de beschouwde landen: de methode meet dus enkel de relatieve efficiëntie ten opzichte van die landen

GRAFIEK 1 RAMING VAN EEN EFFICIËNTIEGREN
(fictief voorbeeld, DEA-methode)



Bron: NBB.

en niets wijst erop dat de landen die zich op de efficiëntiegrens bevinden daadwerkelijk efficiënt zijn.

Ten slotte wordt de grafische verdeling van de bestudeerde landen onderzocht. De meest efficiënte landen zijn die welke zich in het linkerbovengedeelte van de grafiek bevinden, met een hoge output en een beperkte input. Omgekeerd zijn de landen die zich in het rechterondergedeelte van de grafiek bevinden, relatief inefficiënt aangezien ze vergelijkenderwijs veel middelen gebruiken voor een zwak resultaat. Alle landen die zich onder de grens bevinden, kunnen per definitie nog efficiëntiewinst boeken. Elk van hen heeft op zijn minst één ander land dat betere resultaten laat optekenen met dezelfde kosten, of dat minder uitgeeft voor eenzelfde resultaat, met andere woorden dat terzelfder tijd performanter is en minder uitgeeft. De afstand tot de efficiëntiegrens zoals die wordt gemeten op de input-as stemt overeen met een potentieel om budgettair te besparen. De afstand tot de efficiëntiegrens zoals die wordt gemeten op de output-as stemt overeen met een potentieel tot kwalitatieve verbetering. Tussen die twee uitersten bestaan er tal van combinaties van potentiële winsten die tegelijkertijd een kostenbeperking en een resultaatverbetering impliceren.

1.2 Beoordeling van de inputs en de outputs

Het analyseren van de efficiëntie van het overheidsop treden is geen sinecure, zeker niet als het erom gaat de output

te meten. De kwaliteit van de door de overheid geboekte resultaten valt immers vaak moeilijk te meten. Daarbij zijn de overheidsdiensten per definitie niet-marktdiensten. Er bestaat dus geen prijs aan de hand waarvan hun waarde kan worden gekwantificeerd. Voor sommige functies kunnen niettemin relevante indicatoren worden aangegeven, terwijl dat voor andere functies duidelijk niet het geval is. Op welke basis zou bijvoorbeeld de output van het leger of van het diplomatenkorps kunnen worden beoordeeld? Die beperking impliceert dat de analyse van de efficiëntie van de overheid uit macro-economisch oogpunt beperkt blijft tot zeer specifieke functies, zoals het overheidsop treden inzake gezondheidszorg, onderwijs, veiligheid en mobiliteit. In dit artikel wordt getracht na te gaan hoe efficiënt België voor die vier functies is.

De input, daarentegen, kan vrij eenvoudig worden gemeten op basis van de uitgaven. De gegevens die worden gebruikt om die vergelijking te maken, zijn afkomstig van de COFOG-classificatie (Classification of the Functions of Government) van de nationale rekeningen, waarin de overheidsuitgaven per functie worden ingedeeld. In sommige domeinen wordt echter een niet te verwaarlozen deel van de uitgaven verricht door de huishoudens, zonder dat de respectieve bijdragen van de overheids- en particuliere uitgaven in het eindresultaat kunnen worden afgezonderd. Dat is met name het geval voor de gezondheidszorg en het onderwijs, waar min of meer aanzienlijke particuliere uitgaven ook bijdragen aan het resultaat, bijvoorbeeld inzake levensverwachting of behaald studieniveau. Teneinde de analyse niet te vertekenen, worden de overheidsuitgaven aldus aangevuld met die van de huishoudens afkomstig uit de COICOP-classificatie (Classification of Individual Consumption by Purpose). De uitgaven worden overigens beschouwd op basis van over een periode van zestien jaar berekende gemiddelden (periode 2000-2015), aangezien de huidige resultaten typisch moeten worden toegeschreven aan de uitgaven die werden verricht over een relatief lange periode. Het is derhalve de over een bepaalde periode gecumuleerde efficiëntie van het overheidsop treden die wordt beoordeeld, en niet de eenvoudige – potentieel vertekende – weergave van de huidige situatie. Iedere recente kentering in het verloop van de uitgaven – bijvoorbeeld als gevolg van de grote recessie en de schulden crisis in Europa alsook van de maatregelen die de overheid in de nasleep daarvan heeft genomen – wordt daardoor in de gemeten input enigszins afgezwakt.

Ofschoon de gevolgde methode zeer gebruikelijk is om de efficiëntie te analyseren, is ze in diverse opzichten niettemin beperkt. Ze behelst immers een zuiver macro-economische benadering die geen pasklare oplossing biedt om efficiënter

te zijn. Toch kunnen enkele hints worden aangereikt door meer in detail na te gaan hoe de input en de output van de meest efficiënte landen zijn samengesteld.

De outputgegevens, ook als ze voor alle landen beschikbaar zijn, zijn dat niet altijd op een geharmoniseerde basis. Sommige van de gebruikte indicatoren zijn bovendien afkomstig van enquêtes die gebaseerd zijn op stalen met een relatief gering aantal respondenten die het typeprofiel 'business' hebben, waardoor ze minder representatief zijn. Het gebruik van samengestelde indices, ook al impliceert dat arbitraire keuzes, maakt het echter mogelijk aan die ietwat vertekende en door een zekere foutenmarge omgeven resultaten minder gewicht toe te kennen. Uiteindelijk kan een genuanceerd beeld worden opgehangen van de resultaten die een land voor een gegeven functie boekt.

Wat de input betreft, zijn er andere factoren dan de uitgaven waar in de analyse geen rekening mee wordt gehouden, hoewel ze potentieel een impact hebben op de efficiëntie. Het gaat bijvoorbeeld om het soort van beleid dat wordt gevoerd, om de van kracht zijnde regelgeving, om de kenmerken van het fiscaal stelsel, enz. Er bestaan overigens factoren waar de overheid geen vat op heeft en die de resultaten beïnvloeden zonder als input in aanmerking te worden genomen. Er is bijvoorbeeld aangetoond dat de levensverwachting ook wordt beïnvloed door factoren die weinig gevoelig zijn voor het uitgavenbeleid inzake gezondheidszorg, zoals de voedingsgewoonten, het rookgedrag, de luchtkwaliteit of de sociaaleconomische omgeving.

Die beperkingen moeten voor ogen worden gehouden op het ogenblik dat de analyseresultaten in hoofdstuk 3 worden voorgesteld. Vooraf worden in het hoofdstuk hieronder, vanuit een algemener perspectief, de gezamenlijke overheidsuitgaven voorgesteld, meer bepaald om het relatieve belang van de bestudeerde functies aan te tonen.

2. Overzicht van de overheidsuitgaven

Terwijl aan het begin van de jaren 2000 de primaire overheidsuitgaven – dat betekent de uitgaven ongerekend rentelasten – zich in België op een niveau bevonden dat vrij vergelijkbaar was met het gemiddelde van het eurogebied en van de Europese landen die samen het 'Europa van de 15' vormden⁽¹⁾, is het verschil inmiddels vergroot. Zo zijn deze uitgaven opgelopen van 42,4 %

bbp in 2000 tot 50,6 % in 2016. Dat is een stijging met 8,2 procentpunt bbp, terwijl de gemiddelde stijging in de andere Europese landen gematigder uitviel, namelijk ongeveer 4 procentpunt bbp.

Tot in 2008 bleef de stijging van de uitgaven vrij beperkt en verliep ze parallel met het Europese gemiddelde. Als gevolg van de economische en financiële crisis liepen de uitgaven aanzienlijk op en ongeveer even sterk in België en in Europa. Terwijl de meeste andere landen erin geslaagd zijn de tendens vanaf 2011 te doen keren, zijn de uitgaven in België tot in 2013 blijven stijgen. Sedertdien zijn ze ietwat teruggelopen, maar ze blijven flink boven het Europese gemiddelde.

2.1 Verloop en samenstelling van de primaire uitgaven in België

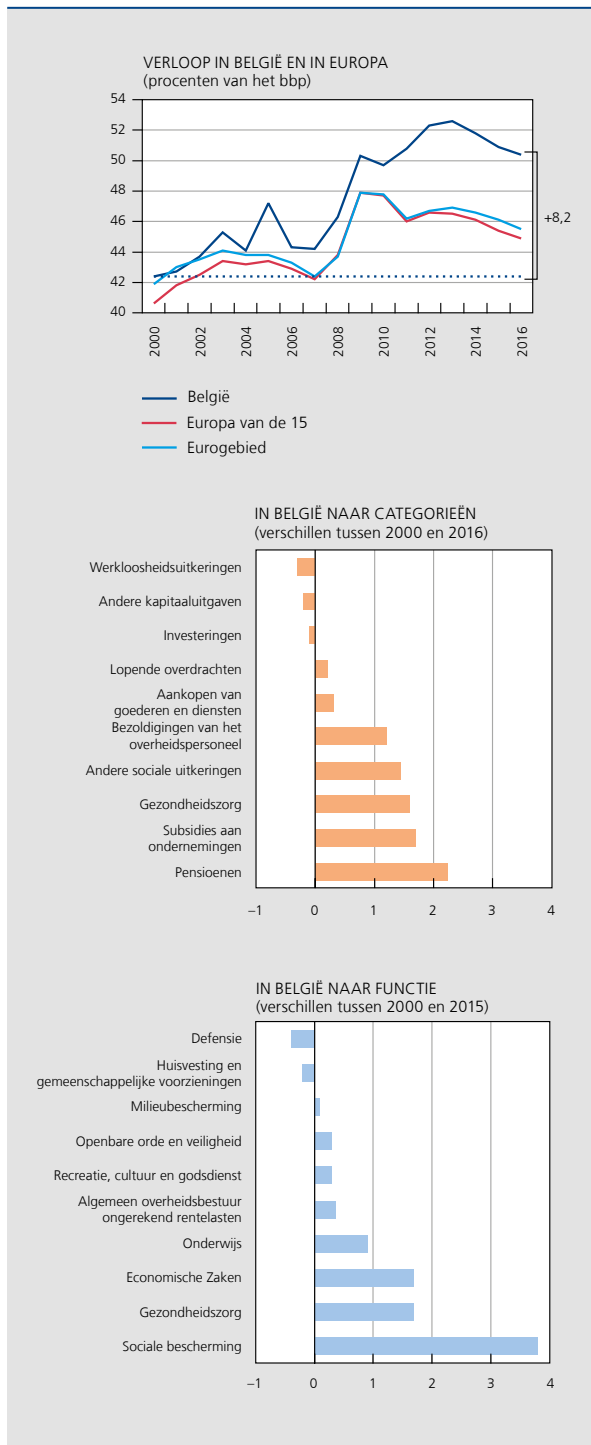
De in België tussen 2000 en 2016 opgetekende aanzienlijke toename van de uitgaven is voornamelijk toe te schrijven aan drie uitgaven categorieën: de sociale uitkeringen, de bezoldigingen van het overheidspersoneel en de subsidies aan ondernemingen.

De sociale uitkeringen zijn met 4,9 procentpunt bbp gestegen, waarvan 2,2 procentpunt bbp voor de pensioenen en 1,6 voor de gezondheidszorg. De werkloosheidsuitkeringen zijn daarentegen licht gekrompen vanwege, met name, de verscherping van de voorwaarden voor de toekenning ervan. De stijging van de bezoldigingen met 1,2 procentpunt bbp is het resultaat van een stijging met 1,6 punt voor de gemeenschappen, de gewesten en de lokale overheid, die deels werd gecompenseerd door een daling met 0,4 punt voor de federale overheid. Over dezelfde periode stegen de subsidies aan ondernemingen met 1,7 procentpunt bbp. Het gaat voornamelijk om uitgaven die de arbeidskosten moeten drukken via verlagingen van de bedrijfsvoorheffing, gerichte verlagingen van de socialezekerheidsbijdragen en activeringsprogramma's. Ook de uitgaven voor de aankoop van goederen en diensten zijn gestegen ten belope van 0,3 procentpunt, vrijwel integraal voor rekening van de gemeenschappen, de gewesten en de lokale overheid. Samen met de hierboven vermelde werkloosheidsuitkeringen zijn de kapitaaluitgaven de enige uitgaven categorie die over de hele beschouwde periode een algemene daling laat optekenen, terwijl de investeringen, die er deel van uitmaken, doorgaans worden beschouwd als productieve overheidsuitgaven die het groeipotentieel van de economie verhogen.

Een alternatieve benadering om de primaire uitgaven te analyseren, bestaat erin de overheidsuitgaven

(1) Of nog 'Europese Unie van de Vijftien': stemt overeen met het geheel van landen die tussen 1995 en 2004 deel uitmaakten van de Europese Unie. Het gaat om Duitsland, België, Frankrijk, Italië, Luxemburg, Nederland, Denemarken, Ierland, het Verenigd Koninkrijk, Griekenland, Spanje, Portugal, Oostenrijk, Finland en Zweden.

GRAFIEK 2 PRIMAIRE UITGAVEN
(in procentpunt bbp, tenzij anders vermeld)



Bron: INR.

uit te splitsen naar functie. Volgens die benadering, waarbij tien hoofdfuncties en een aantal subfuncties worden onderscheiden, kunnen de domeinen worden aangetoond waarvoor de overheidsuitgaven tijdens de

periode 2000-2015 het sterkst zijn gestegen aangezien het jaar 2016 volgens de COFOG-classificatie nog niet beschikbaar is.

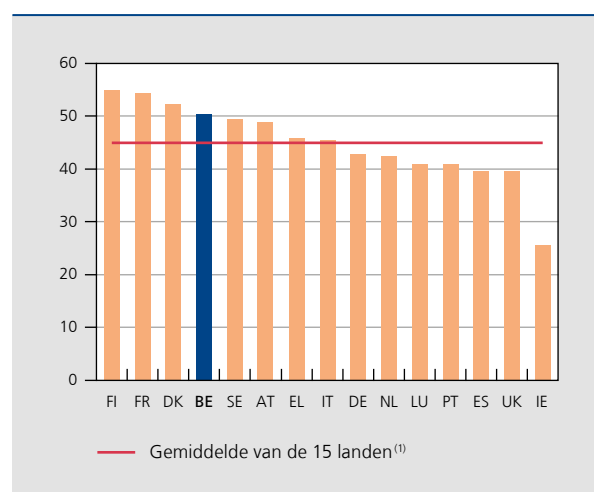
De vier functies die de uitgaven het sterkst hebben doen stijgen, zijn sociale bescherming (+3,8 procentpunt bbp), economische zaken⁽¹⁾ (+1,7 procentpunt bbp), gezondheidszorg (+1,7 punt) en onderwijs (+0,9 punt). Ook de uitgaven voor de functies 'Recreatie, cultuur en godsdienst', 'Openbare orde en veiligheid', 'Algemeen overheidsbestuur ongerekend rentelasten' en 'Milieubescherming' zijn gestegen, zij het in mindere mate, maar samen toch goed voor +1,1 procentpunt bbp. Daartegenover zijn de uitgaven voor defensie en voor de huisvesting en gemeenschappelijke voorzieningen tijdens die periode gedaald, weliswaar in beperkte mate.

2.2 Internationale vergelijking

Er is in deze analyse voor geopteerd de vijftien Europese landen te beschouwen die overeenstemmen met het vroegere 'Europa van de 15' teneinde België's positie te bepalen ten opzichte van andere, voldoende vergelijkbare landen, bijvoorbeeld inzake levensstandaard of beschikbaarheid van geharmoniseerde statistieken.

(1) Categorie die met name de volgende subfuncties omvat: 'Algemene economische, handels- en arbeidsmarktaangelegenheden', 'Vervoer', 'Communicatie', 'Brandstoffen en energie', 'Mijnbouw, industrie en bouwnijverheid' en 'Landbouw, bosbouw, visserij en jacht'.

GRAFIEK 3 NIVEAU VAN DE PRIMAIRE UITGAVEN IN HET EUROPA VAN DE VIJFTIEN
(in % bbp, 2016)



Bron: EC.

(1) Niet-gewogen gemiddelde.

Bij de vijftien geselecteerde Europese landen komt België op de vierde plaats wat het in procenten bbp uitgedrukte niveau van de uitgaven betreft. Samen met de noordse landen, Frankrijk en Oostenrijk maakt ons land deel uit van de landen met hoger dan gemiddelde uitgaven. Duitsland en Nederland, twee andere landen waarmee België vaak wordt vergeleken, hebben veel geringere uitgaven, ten belope van ongeveer 8 procentpunt bbp.

Aangezien de naar functie uitgesplitste statistieken van de overheidsuitgaven ook voor de andere Europese landen op geharmoniseerde basis beschikbaar zijn, kunnen die uitgaven voor 2015 functie per functie worden vergeleken. Daaruit blijkt dat België voor alle functies hoger dan gemiddelde uitgaven laat optekenen, behalve voor de uitgaven voor 'defensie' en voor 'huisvesting en gemeenschappelijke voorzieningen'.

Wat de uitgaven voor sociale bescherming betreft, de functie die in België het zwaarst weegt, bevindt ons land zich licht boven het gemiddelde niveau, zo'n 4 procentpunt bbp lager dan de top drie, namelijk Finland, Frankrijk en Denemarken. Inzake gezondheidszorg liggen de uitgaven in België ook hoger: ons land neemt de vijfde plaats in. België komt voor de meeste functies vóór Duitsland.

De uitgaven voor de functies die onder 'economische zaken' vallen, met name de subsidies aan ondernemingen in het kader van het werkgelegenheidsbeleid en de uitgaven voor de subfuncties 'communicatie' of 'vervoer', liggen in

België relatief hoog. Ons land komt aldus op de tweede plaats, net na Griekenland en vóór Oostenrijk.

Voor de functie 'onderwijs' neemt België de derde plaats in, na Denemarken en Zweden.

De uitgaven voor de functie 'algemeen overheidsbestuur' dekken de 'werking van wetgevende en uitvoerende organen, financiële en fiscale zaken, buitenlandse zaken', de 'economische hulp aan het buitenland', de 'algemene diensten', het 'fundamenteel onderzoek', enz. België geeft voor deze functies verhoudingsgewijs steeds meer uit dan het gemiddelde van de andere landen, na de noordse landen en Griekenland, maar vóór de buurlanden zoals Frankrijk en Duitsland. Hetzelfde geldt voor de 'openbare orde en veiligheid', hoewel in dit laatste geval België vóór de noordse landen komt met hoger dan gemiddelde uitgaven die dichterbij de buurt liggen van die van de Zuid-Europese landen, het Verenigd Koninkrijk en Nederland.

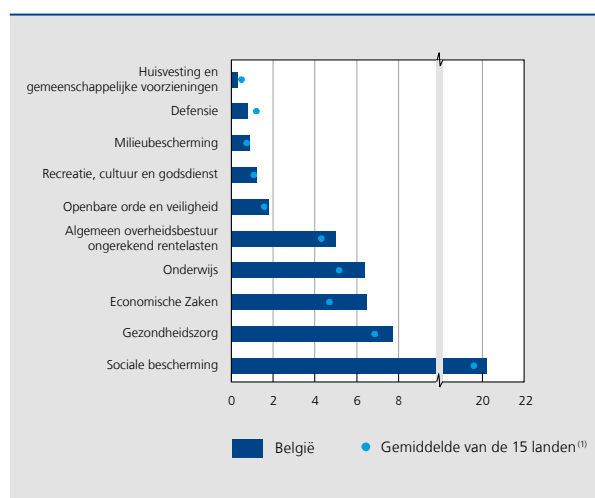
Inzake 'recreatie, cultuur en godsdienst' alsook voor de uitgaven met betrekking tot de 'milieubescherming' laat België systematisch bovengemiddelde uitgaven optekenen, terwijl de positionering van de andere landen variabel is. De noordse landen komen bijvoorbeeld onder het gemiddelde uit voor de milieu-uitgaven, terwijl het omgekeerde geldt voor de uitgaven inzake recreatie, cultuur en godsdienst. Voor de Zuid-Europese landen geldt doorgaans het tegenovergestelde.

3. Efficiëntie van het overheidsoptreden in België ten opzichte van de andere Europese landen

Zoals eerder gezegd, is het niet eenvoudig de efficiëntie van de totale overheidsuitgaven te beoordelen. Niettemin stellen een aantal organisaties indicatoren voor, die hoofdzakelijk berusten op enquêteresultaten, om de algemene efficiëntie van de overheden te beoordelen. Zo behaalde België, volgens de enquête van het World Economic Forum van 2016, een vergelijkbare score inzake efficiëntie als Frankrijk, vóór de Zuid-Europese landen, maar achter de rest van de EU15.

Die vaststelling wordt in deze paragraaf nader toegelicht door de in het eerste gedeelte beschreven analysemethode achtereenvolgens toe te passen op verscheidene overheidsfuncties: gezondheidszorg, onderwijs, openbare orde en veiligheid, mobiliteit. De in aanmerking genomen landen zijn opnieuw die van de EU15, die in zekere mate homogeen zijn en waarvoor doorgaans betrouwbare en vergelijkbare gegevens bestaan voor elk van deze functies. Samen vertegenwoordigen de geselecteerde

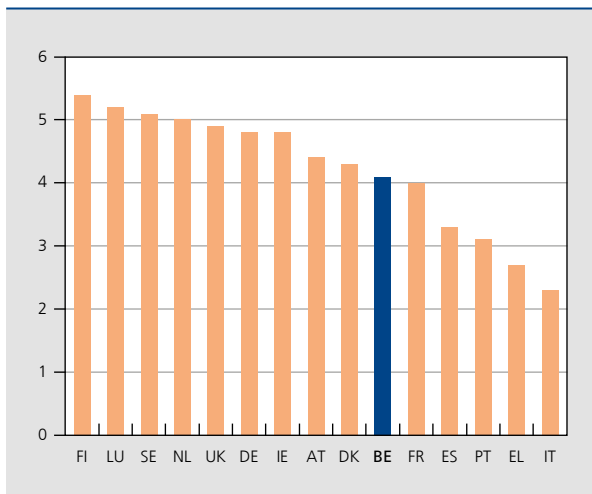
GRAFIEK 4 PRIMAIRE UITGAVEN NAAR FUNCTIE
(in procentpunt bbp, 2015)



Bron: EC.
(1) Niet-gewogen gemiddelde

GRAFIEK 5 ALGEMENE EFFICIËNTIE VAN DE OVERHEID

(beoordeeld door de respondenten op een schaal van 1 tot 7, enquête uitgevoerd in 2016)



Bron: WEF.

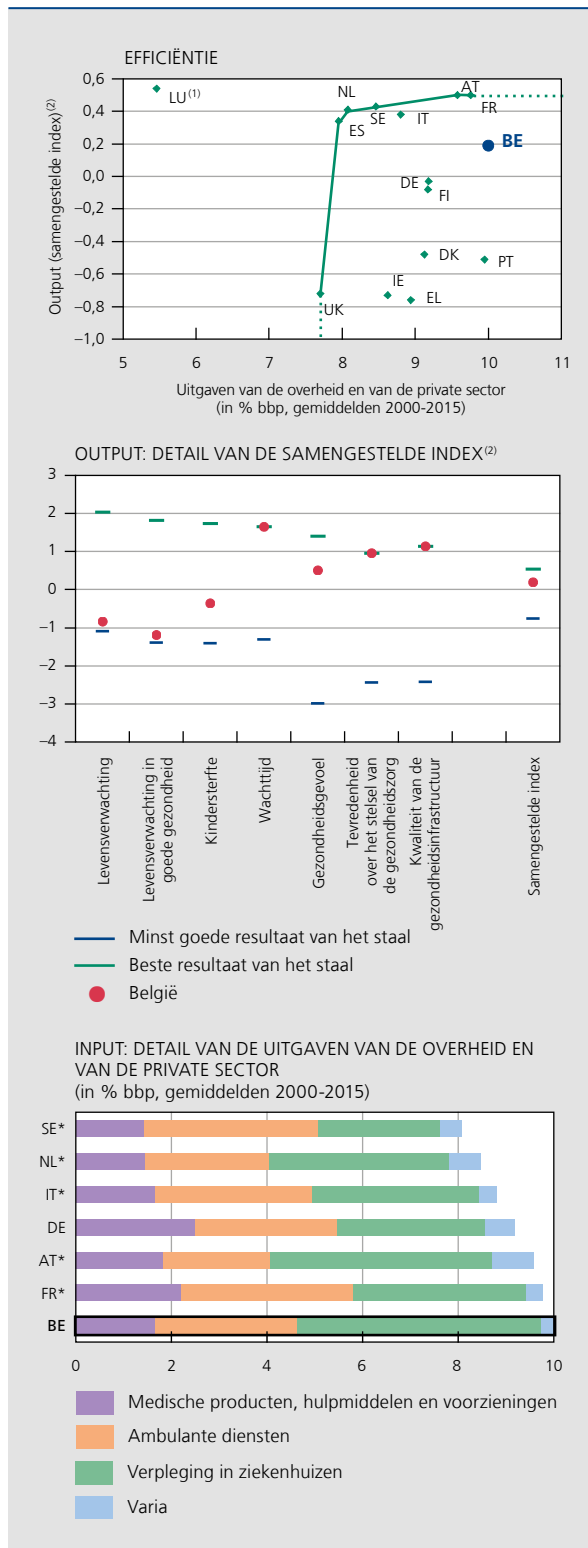
categorieën 36% van de primaire uitgaven in België. Functies die niet in aanmerking werden genomen, zijn onder meer sociale bescherming, economische zaken, algemeen overheidsbestuur, defensie, milieubescherming, enz. Voor deze functies is het immers moeilijk om representatieve indicatoren te vinden of is het weinig relevant om de verkregen resultaten te toetsen aan de door de overheid uitgetrokken middelen.

3.1 Gezondheidszorg

Zeven indicatoren werden opgenomen in de samengestelde index voor de meting van de output inzake gezondheidszorg: de levensverwachting, de levensverwachting in goede gezondheid, de kindersterfte, de wachttijd voor het vastleggen van een medische afspraak, het gezondheidsgevoel, de tevredenheid over het stelsel van de gezondheidszorg en de kwaliteit van de gezondheidsinfrastructuur. Aan de inputzijde werden de particuliere uitgaven opgeteld bij de overheidsuitgaven voor gezondheidszorg, teneinde de vergelijking niet te vertekenen.

België behaalt vrij goede resultaten inzake gezondheidszorg. De hoge output gaat echter gepaard met zeer grote kosten, want alleen Portugal geeft evenwel uit voor gezondheidszorg. Bovendien tonen zeven landen zich efficiënter dan België, aangezien ze betere resultaten behalen met minder middelen. Luxemburg is een geval apart. Aangezien het bbp van dat land wordt opgedreven door het ruime aandeel grensarbeiders, ligt het uitgavenpeil

GRAFIEK 6 GEZONDHEIDSZORG



Bronnen: EC, andere.

(*) De landen met een * zijn de landen die volgens de analyse zeer efficiënt zijn.

(1) Bij het bepalen van de efficiëntiegrens werd Luxemburg doelbewust niet in aanmerking genomen om de hierboven vermelde redenen.

(2) De samengestelde indexen werden berekend als het gewogen gemiddelde van de beschouwde indicatoren. Die worden vooraf genormaliseerd door het gemiddelde ervan af te trekken en te delen door de standaardafwijking. Zo wordt voor elke indicator een gemiddelde van nul en een standaardafwijking van 1 verkregen.

in verhouding tot het bbp er vaak laag. Dat geldt onder meer voor de uitgaven voor gezondheidszorg. Het verdient dus de voorkeur om België te vergelijken met andere landen, zoals Zweden, Nederland of Spanje, die betere resultaten behalen met geringere uitgaven.

België doet het vrij goed wat de indicatoren inzake gezondheidszorg betreft. Ons land behaalt de hoogste score voor drie indicatoren: de kwaliteit van de gezondheidsinfrastructuur, de algemene tevredenheid van de begunstigden over de gezondheidszorg en de wachttijd voor het vastleggen van een medische afspraak. Omgekeerd wordt het algemene resultaat gedrukt door minder goede scores inzake kindersterfte en levensverwachting. Daarbij zij opgemerkt dat deze laatste indicator wellicht door een groot aantal factoren wordt bepaald, waarvan de uitgaven voor gezondheidszorg slechts één element zijn, naast het levenspatroon of de genetische aanleg. Het is zelfs mogelijk dat het budget voor gezondheidszorg negatief gecorreleerd is met de levensverwachting. Een voorbeeld daarvan zijn het tabaksgebruik of de slechte eetgewoonten: die factoren drukken de levensverwachting en vergroten tegelijkertijd het risico op ziektes die een dure behandeling vergen.

Inzake uitgaven onderscheidt België zich van de referentielanden vooral in het vlak van de behandelingen in ziekenhuizen. De overige gezondheidsuitgaven, voornamelijk die voor externe raadplegingen, alsook die voor medische producten, hulpmiddelen en voorzieningen, liggen rond het gemiddelde van de meest efficiënte landen.

De Belgische ziekenhuizen zouden dus efficiëntiewinsten kunnen boeken. Er dient meer bepaald te worden naar gestreefd de uitgaven te beperken, zonder afbreuk te doen aan de hoge kwaliteit van de verzorging. België zou daarvoor inspiratie kunnen putten uit de praktijken die in de meest efficiënte landen worden toegepast. Er zou bijvoorbeeld meer kunnen worden ingezet op campagnes voor preventie of vroegtijdige opsporing om het aantal ziekenhuisopnames en de duur daarvan te reduceren.

3.2 Onderwijs

Om de input te meten die wordt ingezet voor onderwijs, moeten zowel de overheids- als de particuliere uitgaven voor deze functie in aanmerking worden genomen. De output wordt dan weer geraamd aan de hand van een samengestelde index die de volgende indicatoren omvat: de scores van de leerlingen bij de PISA-tests (Programme for International Student Assessment) van de OESO (wis-kunde, leesvaardigheid en wetenschappen), het aandeel van de bevolking met een diploma van het secundair of

het hoger onderwijs, de taalvaardigheid, de tevredenheid van de burgers over het onderwijssysteem, de perceptie van de onderwijskwaliteit en de beschikbaarheid van geschoolde arbeidskrachten.

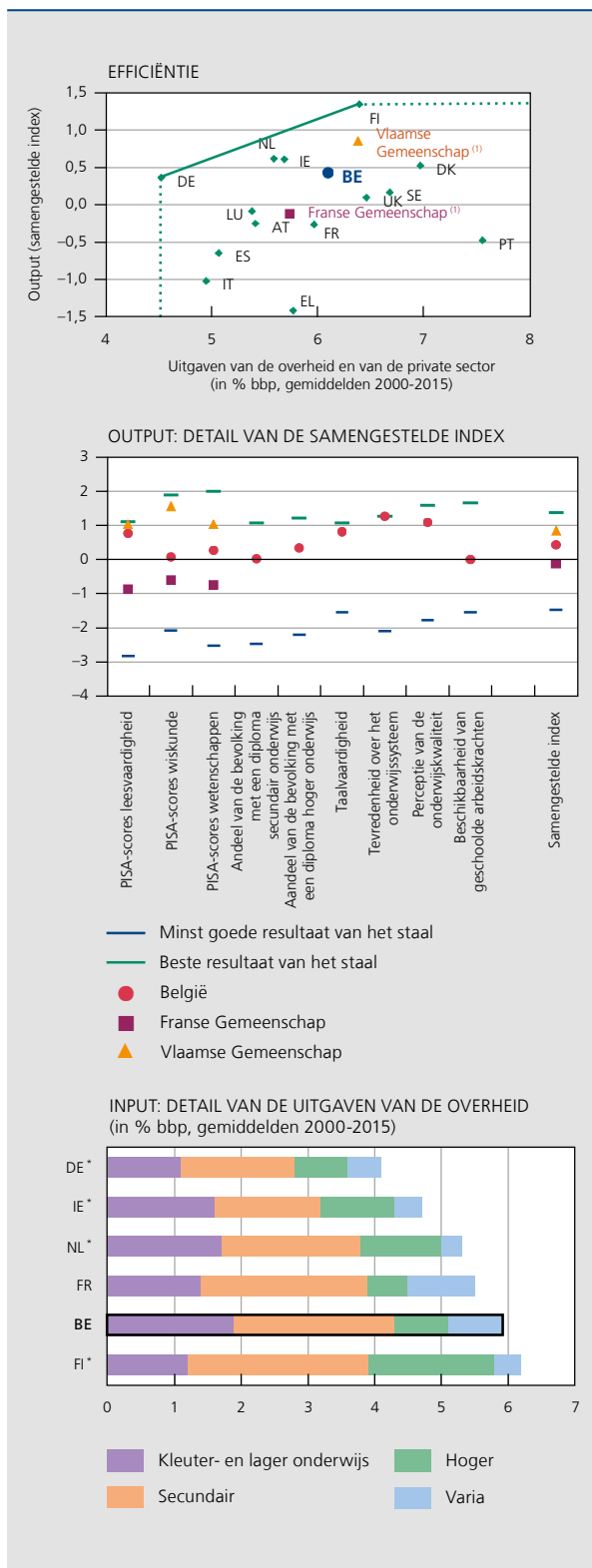
Inzake onderwijs zijn Duitsland en Finland volgens de analyse de meest doeltreffende landen. In de Zuid-Europese landen, daarentegen, lopen de uitgaven sterk uiteen, maar hun resultaten zijn al met al de minst goede. België sluit vrij nauw aan bij de relatief efficiënte landen en neemt daarbij een tussenpositie in: de uitgaven en de resultaten liggen onder die van Finland, maar boven die van Duitsland.

België doet vooral beter dan gemiddeld wat de tevredenheid van de burgers over het onderwijssysteem betreft, de perceptie van de onderwijskwaliteit en de taalvaardigheid alsook, in mindere mate, het aandeel van de personen met een diploma hoger onderwijs. Ons land behaalt een gemiddelde score voor de beschikbaarheid van geschoolde arbeidskrachten en voor het aandeel van de personen met een diploma van het secundair onderwijs, hoewel het voor dit criterium pas 11^{de} staat op 15. De resultaten van de leerlingen bij de PISA-tests van de OESO voor wis-kunde, leesvaardigheid en wetenschappen (goed voor de helft van de weging van de samengestelde index) liggen boven het gemiddelde van de vijftien, maar lager dan de resultaten van Finland, Ierland, Duitsland, Nederland en Denemarken.

Ook binnen hetzelfde land kunnen de resultaten en kosten uiteenlopen, wat ook in België het geval is. Uit de PISA-enquête blijkt immers dat de scores voor wis-kunde, leesvaardigheid en wetenschappen in de Vlaamse Gemeenschap gemiddeld hoger liggen dan in de Franse Gemeenschap. Vaak aangehaalde verklaringen daarvoor zijn onder meer – behalve de beperkingen van de enquête zelf – het sociaaleconomische niveau van de ouders, het aandeel van de leerlingen met een immigratieachtergrond (van wie de moedertaal doorgaans Frans noch Nederlands is) en het peil van de uitgaven per leerling. Wellicht verklaren die elementen echter niet het volledige verschil: volgens sommige auteurs zouden ook factoren zoals de programma's en de autonomie van schooldirecties en leerkrachten een rol kunnen spelen. De Franse Gemeenschap heeft die twee factoren overigens in aanmerking genomen bij het opstellen van het 'pacte d'excellence' voor het onderwijs dat ze ten uitvoer wil leggen.

Vergeleken met de referentielanden geeft België veel geld uit aan kleuter- en lager onderwijs. De uitgaven voor het hoger onderwijs zijn daarentegen relatief laag. Het zou evenwel gevaarlijk zijn om te pleiten voor een eenvoudige verschuiving tussen die beide onderwijsniveaus om de

GRAFIEK 7 ONDERWIJS



Bronnen: EC, OESO, WEF, NBB.

(*) De landen met een * zijn de landen die volgens de analyse zeer efficiënt zijn.

(1) Niet alle voor de internationale vergelijking gebruikte indicatoren waren voor de Vlaamse en de Franse Gemeenschap beschikbaar. Derhalve worden hun resultaten benaderend geschat op basis van de resultaten van de PISA-enquête 2015, voor de output, en op basis van een raming van de uitgaven per leerling in 2012, voor de input (overgenomen uit Schmitz V. en R. Deschamps, 2014).

resultaten te verbeteren, zonder het uitgavenpeil te verhogen. Nader onderzoek is nodig, gelet op het grote aantal factoren waar rekening mee moet worden gehouden. Zo zouden de relatief hoge kosten van het kleuter-, lager en secundair onderwijs verband kunnen houden met factoren zoals de splitsing tussen de gemeenschappen, het naast elkaar bestaan van de verschillende netten, het grote aantal zittenblijvers of de leerplicht tot achttien jaar.

Wat de internationale vergelijking betreft, valt op te merken dat de geringe kosten van de overheid voor het kleuter- en lager onderwijs in Duitsland zouden te verklaren zijn doordat de – te betalen en niet-verplichte – kleuteropvang in het Duitse systeem niet altijd een hele dag omvat en het aanbod in sommige regio's kleiner is dan de vraag. In een dergelijk systeem dragen de ouders wellicht een aanzienlijk deel van de kosten, hetzij geldelijk, hetzij in de vorm van onbezoldigde arbeid door de ouder die niet (voltijds) werkt, uit vrije wil of wegens gebrek aan opvangplaatsen.

3.3 Openbare orde en veiligheid

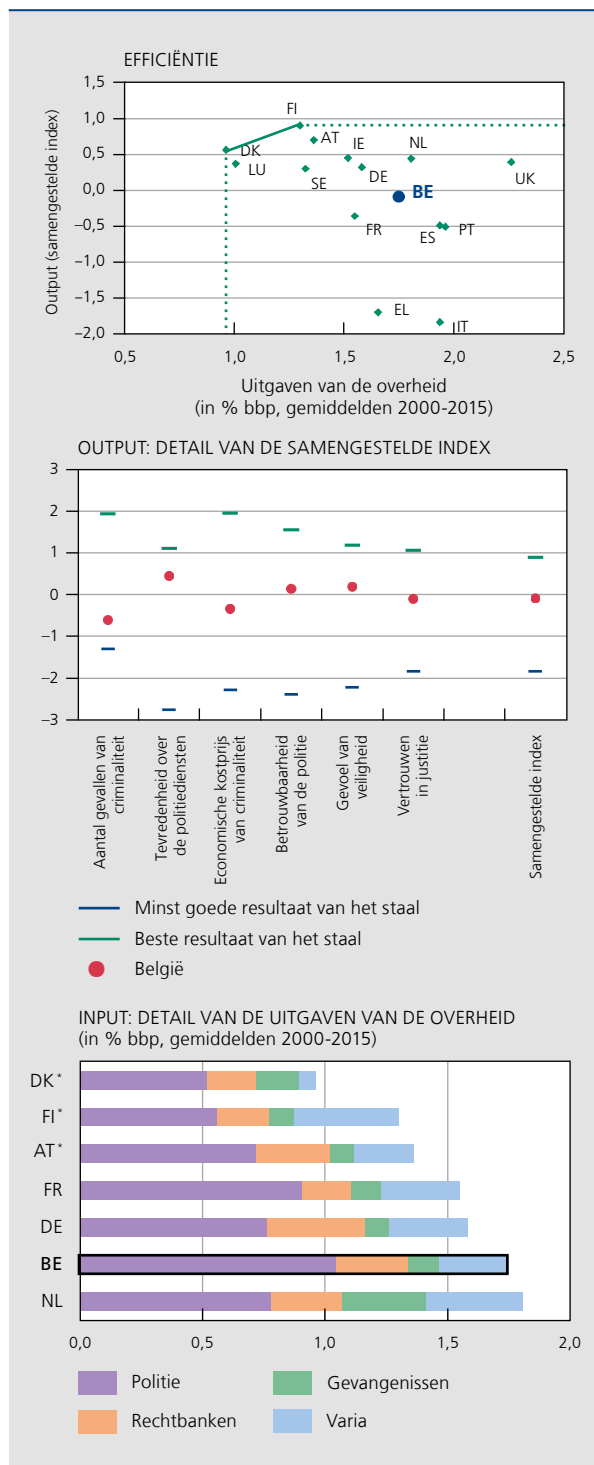
Zes indicatoren werden opgenomen in de samengestelde index voor de meting van de output inzake orde en veiligheid: het aantal gevallen van criminaliteit, de tevredenheid over de politiediensten, de economische kostprijs van criminaliteit, de betrouwbaarheid van de politie, het gevoel van veiligheid en het vertrouwen in justitie.

Denemarken en Finland behoren tot de meest efficiënte landen inzake orde en veiligheid, op de voet gevolgd door Oostenrijk en Luxemburg. De Zuid-Europese landen vormen dan weer de staartgroep. Ook hier bevindt België zich in het midden van de rangschikking. Acht landen blijken efficiënter te zijn: ze boeken betere resultaten met minder uitgaven. Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk zijn ongeveer even efficiënt als België, zij het dat ze daarvoor een zeer uiteenlopende aanpak hanteren: minder uitgaven en minder goede resultaten voor Frankrijk, meer uitgaven en betere resultaten voor het Verenigd Koninkrijk.

Aan de hand van een meer verfijnde analyse van de gebruikte indicatoren kan worden uitgemaakt in welke domeinen België zich onderscheidt inzake resultaten. Zo is de tevredenheid van de Belgen over de politiediensten hoger dan het Europese gemiddelde. Omgekeerd scoort België relatief zwak wat het aantal gevallen en de economische kostprijs van criminaliteit betreft.

Uit de opsplitsing van de uitgaven naar deelfunctie blijkt dat België zeer veel geld uitgeeft voor de politiediensten, terwijl de budgetten voor rechtbanken en gevangenen vergelijkbaar zijn met die van de referentielanden.

GRAFIEK 8 OPENBARE ORDE EN VEILIGHEID



Bronnen: EC, andere.

(*) De landen met een * zijn de landen die volgens de analyse zeer efficiënt zijn.

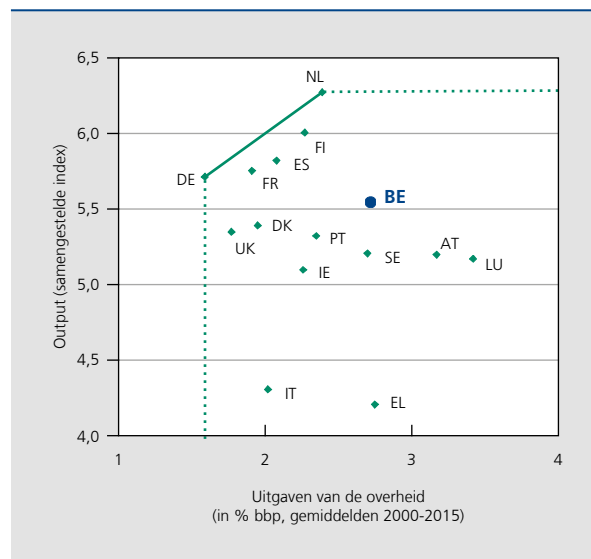
Die vaststelling moet echter worden genuanceerd. Zo blijven bepaalde regio's in Europa, onder meer Scandinavië, buiten het bereik van de internationale misdaadroutes, zults vanwege hun excentrische geografische ligging.

Meer in het algemeen lijkt de omvang van het budget voor openbare orde een uitvloeisel van het opgetekende veiligheidsniveau te zijn, veeleer dan de belangrijkste determinant ervan. Die hypothese zou de schijnbare negatieve correlatie verklaren die in de West-Europese landen wordt opgetekend tussen het niveau van de uitgaven, enerzijds, en de behaalde resultaten, anderzijds. Een staat zou derhalve over relatief weinig ruimte beschikken om via de uitgaven duurzaam aan orde en veiligheid te werken. Deze uitgaven, die hoofdzakelijk voor repressie bestemd zijn (politie, rechtbanken, gevangenen), zouden louter een weerspiegeling zijn van het veiligheidsniveau, dat door een reeks elementen wordt bepaald. Naast de economische, demografische of geografische context, behoort daartoe onmiskenbaar ook het preventiebeleid van de overheid, dat slechts voor een deel in aanmerking wordt genomen in de functie 'orde en veiligheid', terwijl het een belangrijke verklaring kan vormen voor de ter zake behaalde resultaten.

3.4 Mobiliteit

België behaalt relatief zwakke resultaten wat de efficiëntie van de overheidsuitgaven voor vervoer betreft (de particuliere uitgaven blijven hier buiten beschouwing). Er worden aanzienlijke middelen besteed aan deze functie, voor een matig resultaat. Dat resultaat wordt benaderd aan de hand van een samengestelde index met betrekking tot de vervoersinfrastructuur (weg, spoorweg, water, lucht), die ontleend is aan het Global Competitiveness Report van

GRAFIEK 9 EFFICIËNTIE VAN DE OVERHEID: MOBILITEIT



Bronnen: EC, WEF, NBB.

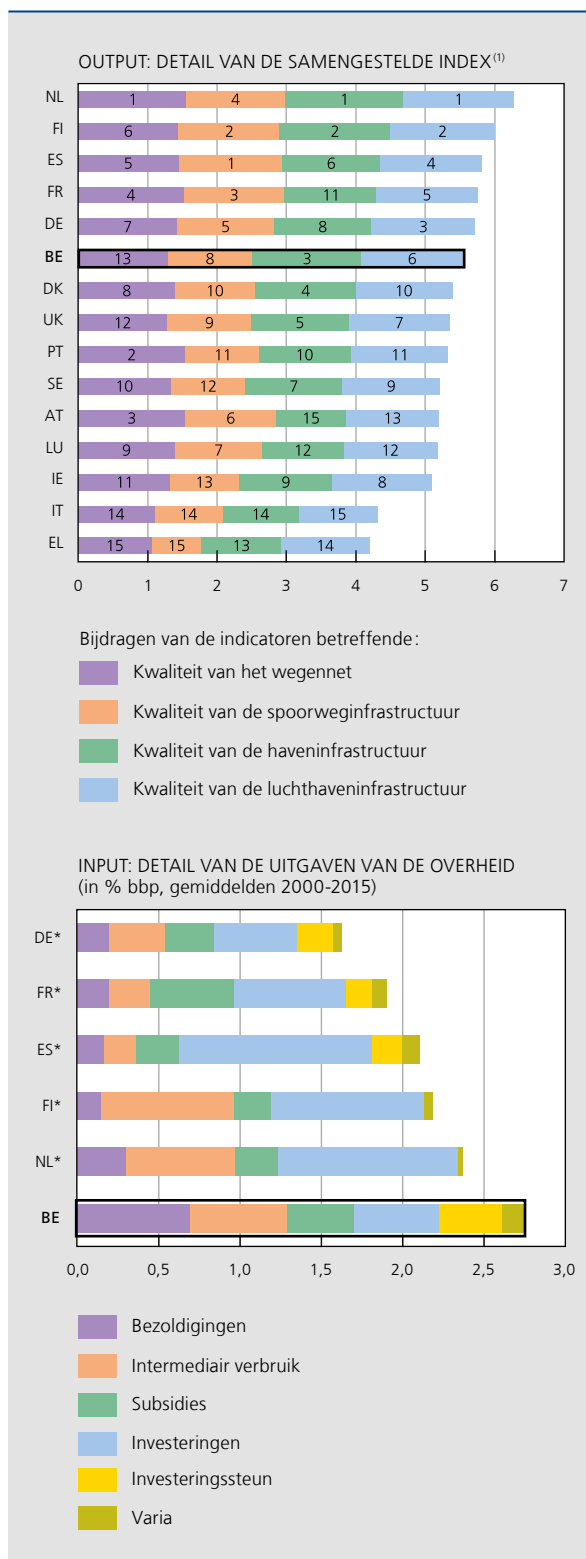
het World Economic Forum. België scoort minder goed – zowel qua uitgaven als qua kwaliteit – dan Duitsland, Frankrijk, Nederland, Spanje en Finland. Andere landen geven minder uit dan België, maar ze boeken ook minder goede resultaten. Alleen Oostenrijk en Luxemburg zijn nog minder efficiënt dan België.

De sterke punten van België zijn vooral de haven- en, in mindere mate, de luchthaveninfrastructuur. De resultaten zijn daarentegen minder goed voor de spoorweginfrastructuur en vooral wat het wegennet betreft. Een mogelijke verklaring voor de slechte score van België is het zeer fijnmazige netwerk van verbindingswegen ten opzichte van andere landen met een vergelijkbare of zelfs hogere bevolkingsdichtheid (zoals Nederland, dat ook de beste resultaten behaalt inzake wegennet). Dit element bemoeilijkt het onderhoud, dat in België minder frequent zou gebeuren en/of duurder zou zijn. Voorts kampt België met een hardnekkig fileprobleem, dat te wijten is aan de dominante positie van de eigen auto. Deze factoren houden verband met de sterke stedenbouwkundige versnippering in België, anders dan in andere landen met een meer geconcentreerde verstedelijking, wat de organisatie van het vervoer vergemakkelijkt en de kosten vermindert, vooral wat het openbaar vervoer betreft.

De goede resultaten van Frankrijk zouden deels te verklaren zijn door de privatisering van het autowegennet, die aanzienlijke besparingen zou hebben opgeleverd voor de overheid. In Spanje zou de efficiëntie inzake infrastructuur kunnen zijn opgedreven door de Europese structurele steun, die het mogelijk maakte de kwaliteit te verbeteren zonder de uitgaven in dezelfde mate te verhogen. De slechte score van Luxemburg is voornamelijk te wijten aan de beperkte haven- en luchthaveninfrastructuur.

De investeringen voor vervoer komen in de referentielanden systematisch hoger uit dan in België. Die meerkosten worden echter ruimschoots gecompenseerd door veel lagere personeelskosten in de efficiënte landen. Hoewel het op basis van dit model mogelijk lijkt de Belgische resultaten met het huidige budget te verbeteren door meer gerichte uitgaven te doen voor investeringen en minder te besteden aan werkingskosten, moet deze vaststelling worden genuanceerd. Het aandeel van de particuliere uitgaven dat de werkingskosten van het openbaar vervoer dekt en, samenhangend daarmee, het subsidiepercentage, kunnen aanzienlijk variëren. Hoewel op basis van deze beperkte analyse geen specifieke aanbevelingen kunnen worden geformuleerd, lijken de gegevens erop te wijzen dat, wat mobiliteit betreft, de investeringen in vervoersinfrastructuur zouden kunnen worden verhoogd om de fileproblemen te verminderen en de kwaliteit van de bestaande infrastructuur te

GRAFIEK 10 MOBILITEIT: GEDETAILLEERDE INFORMATIE



Bronnen: WEF, NBB.

(*) De landen met een * zijn de landen die volgens de analyse zeer efficiënt zijn.

(1) De cijfers in de grafiek geven de rangschikking weer van de landen voor het criterium in kwestie, waarbij de landen worden gerangschikt van 1 (hoogste score) tot 15 (laagste score).

behouden. Ook de maatschappelijke keuzen op ruimtelijk en stedenbouwkundige vlak verdienen wellicht meer aandacht, vooral wat betreft de gevolgen daarvan inzake kosten, met name voor vervoer.

Conclusie

De overheidsuitgaven in België liggen op een zeer hoog niveau. De overheidsinstellingen scoren evenwel gemiddeld wat doeltreffendheid betreft. De overheid kan dus onmiskenbaar nog heel wat efficiëntiewinsten boeken. Het overheidsoptreden kwaliteitsvoller en efficiënter maken, is dan ook een belangrijke opdracht die permanente inspanningen vereist in het vlak van kostenbeheersing en verbetering van de dienstverlening.

De volgende jaren zou een efficiënter overheidsoptreden in elk geval een kerndoelstelling moeten zijn voor alle gedeeltes van de overheid in België. Om die doelstelling te bereiken, dient in de eerste plaats een structurele aanpak te worden gehanteerd om alle taken van de overheid te analyseren en keuzen te maken. Vervolgens moet worden nagegaan op welk beleidsniveau die opdrachten het best kunnen worden uitgevoerd, teneinde overlappenden te vermijden en schaalvoordelen na te streven. Tot slot moet de werking van de verschillende overheidsdiensten zo adequaat mogelijk worden georganiseerd, onder meer, door optimaal gebruik te maken van informaticatoepassingen en door de procedures te vereenvoudigen. Eventuele noodzakelijke hervormingen dienen vanuit een langetermijnperspectief te worden bekeken en rigoreus ten uitvoer worden gelegd.

Bibliografie

- Dembour C. (2014), *Efficiëntie van de overheid: aanzienlijke winst mogelijk!*, VBO-analyse, februari.
- Dutu R. en P. Sicari (2016), *Public Spending Efficiency in the OECD: Benchmarking Health Care, Education and General Administration*, OECD Economics Department Working Papers 1278.
- EC (2016), *Report on Public Finances in EMU*, Institutional Paper 045, December.
- Eugène B. (2008), *The efficiency frontier as a method for gauging the performance of public expenditure : a Belgian case study*, NBB Working Paper 138.
- Hindriks J. en M. Verschelde (2010), *L'École de la Chance*, Regards économiques 77, février.
- Hirtt N. (2008), *Pourquoi les performances PISA des élèves francophones et flamands sont-elles si différentes?*, APED, janvier.
- IMD (2015), *World Talent Report 2015*.
- IMF (2016), *IMF Country Report 16/78: Belgium*.
- Lambotte J.M. et al. (2008), 'Étalement urbain et services collectifs : Les surcoûts d'infrastructures liés à l'eau', *Revue d'Économie Régionale & Urbaine 2008/1* (mars), 21-42.
- NBB (2017), 'De efficiëntie van de overheid verbeteren', *Verslag 2016*, Kader 6, 147-150.
- OCDE (2010), *Gérer la congestion urbaine*, Éditions OCDE.
- OECD (2008), *Handbook on Constructing Composite Indicators: methodology and user guide*, OECD Publishing.
- OECD (2015), *Education at a Glance 2015: OECD Indicators*, OECD Publishing.
- OECD (2016), *PISA 2015 Results (Volume I): Excellence and Equity in Education*, PISA, OECD Publishing, Paris.
- Schmitz V. en R. Deschamps, 2014, *Financement et dépenses d'enseignement et de recherche fondamentale en Belgique : évolutions et comparaisons communautaires et internationales*, Cahiers du CERPE 73.
- Siedentop S. en S. Fina (2012), 'Who sprawls most? Exploring the patterns of urban growth across 26 European countries', *Environment and Planning A*, 44, 2765-2784.
- World Economic Forum (2016), *The global Competitiveness Report 2016-2017*, Geneva.

De impact van de lage rente op de Belgische huishoudens

V. Baugnet
Ph. Du Caju
M.-D. Zachary

Inleiding

Als reactie op de financiële crisis en de recessie die de wereldeconomie vanaf 2008 getroffen heeft, voerde de ECB, net als de meeste centrale banken van de geavanceerde economieën, een ultra-accommoderend monetair beleid. Dat kwam tot uiting in een ongekende rentedaling en in massale liquiditeitsinjecties. Toen de limieten van de conventionele monetairbeleidsinstrumenten bleken, versterkte de ECB vanaf begin 2015 haar beleid verder via grootschalige programma's voor de aankoop van activa. Die context van het verstrekken van overvloedige liquiditeiten heeft ook ertoe bijgedragen de prijzen voor financiële activa en vastgoed op te voeren.

In dit artikel worden de gevolgen van de lagerenteomgeving voor de huishoudens in België geanalyseerd. Daarbij wordt gefocust op de recente periode. Hebben de huishoudens inkomensverlies geleden als gevolg van het geringere rendement van hun spaargeld? Of hebben ze daarentegen meer profijt getrokken van de daling van hun leningskosten, gekoppeld aan een gunstiger waardering van hun vermogen? Hebben ze hun spaar- en consumptiegedrag gewijzigd? Heeft de algemene daling van de financiële rendementen hen ertoe genoopt risicovoller te gaan beleggen? Op die vragen wordt in dit artikel gepoogd een antwoord te geven.

In dit artikel wordt dus niet beoogd in te gaan op de oorzaken van de lagerenteomgeving. Het accommoderend monetair beleid ligt trouwens niet alleen ten grondslag daaraan. De zwakke totale vraag, overcapaciteit, alsook een moeilijk weg te werken hoge schuldgraad in de

private en in de overheidssector zijn evenzoveel cyclische elementen waardoor de Europese conjunctuur de laatste tien jaar gekenmerkt werd en die gewogen hebben op het rentepeil. Factoren van structurele aard, zoals de vergrijzing van de bevolking of de vertraging van de potentiële groei, genereren een onevenwicht tussen sparen en investeren dat eveneens – een proces dat reeds veel langer aan de gang is – het rentepeil drukt.

De impact van de lage rente op de rekeningen van de huishoudens kan moeilijk worden gekwantificeerd, aangezien ze zowel in de financiële markten als in de reële economie doorwerkt, via diverse kanalen en mechanismen die op elkaar inspelen, elkaar versterken, of elkaar compenseren, zonder dat ze echt van elkaar kunnen worden onderscheiden. Er kan trouwens niet worden bepaald wat de macro-economische omstandigheden (groei, inflatie, inkomen van de huishoudens, enz.) geweest zouden zijn, indien de rente op een hoger niveau gebleven was, met name zonder monetairbeleidsmaatregelen. Daarom zal de invloed van de diverse factoren op de inkomens, het vermogen en het gedrag van de huishoudens hier omzichtig worden belicht en zal niet worden getracht het relatief belang ervan precies te kwantificeren.

In een eerste paragraaf wordt de recente macro-economische omgeving inzake (nominale en reële) rente en prijzen voor financiële activa en vastgoed beschreven. Vervolgens wordt in een tweede paragraaf de impact van een rentedaling op het gedrag van de huishoudens vanuit een theoretisch oogpunt schematisch weergegeven en worden daarbij met name de inkomens-, substitutie- en vermogenseffecten toegelicht. Dan wordt

in een derde paragraaf het verloop van de inkomens, het vermogen en het gedrag van de huishoudens sinds 2008 beschreven; de arbitrage tussen consumptie en besparingen, alsook het alloceren van die spaargelden worden er eveneens behandeld. Omdat de huishoudens verschillen vanuit het oogpunt van hun schuldniveau of de omvang van hun vermogen, wordt in een vierde gedeelte ingegaan op de herverdelingseffecten van de lage rente, waarbij gebruik gemaakt wordt van micro-economische enquêtegegevens.

1. Macro-economische omgeving

1.1 Lage rente

De daling van de aan de basisherfinancieringstransacties van de ECB verbonden rentetarieven werd door de financiële instellingen grotendeels doorberekend in de aan hun cliënteel geboden retailrentes. Dat is met name het geval voor de door de Belgische banken op twee typische voor de huishoudens bestemde contracten toegepaste tarieven: de (gereguleerde) spaarrekeningen en de hypothecaire kredieten met een rentevaste periode van meer dan 10 jaar⁽¹⁾. Terwijl de ECB haar beleidsrente van oktober 2008 tot april 2016 verlaagde van 4,25 % tot nul, daalde de (basis)rente op het spaarboekje in België van 2,49 % tot 0,08 %; de rente op hypothecair krediet

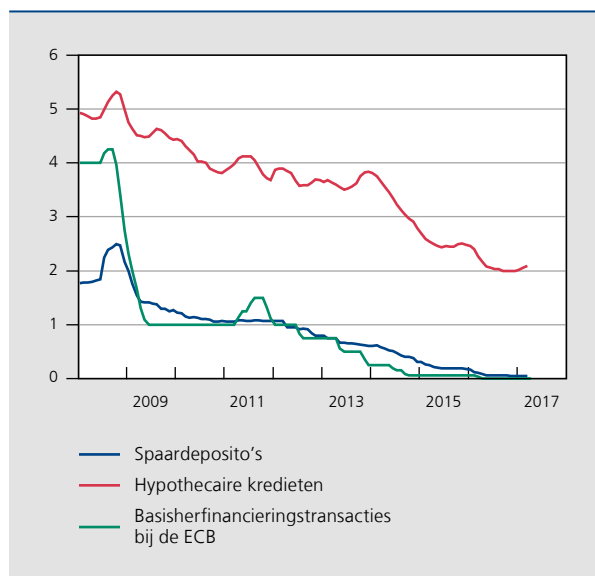
nam dan weer af van 5,33 % tot 2,16 %. Sindsdien zijn die tarieven grosso modo ongewijzigd gebleven: in maart 2017 bood het spaarboekje een basisrente van 0,04 %, terwijl het tarief van het hypothecair krediet 2,09 % bedroeg. Het betreft een niveau dat in de buurt ligt van het historisch minimum voor die twee types van producten.

Tot begin 2014 gaven de op deposito's en kredieten toegepaste tarieven een parallel verloop te zien. Vanaf het voorjaar van 2014, is de rente op de kredieten sterker gedaald dan de rente op spaardeposito's. Het verschil tussen die twee tarieven is kleiner geworden, tot rond 200 basispunten, terwijl het over het algemeen rond 300 basispunten schommelt. Aangezien de tariefzetting van de spaardeposito's gerelateerd is aan de korte rente, terwijl die van het hier toegelichte hypothecair krediet afhankelijk is van de lange rente, is dat verloop grotendeels toe te schrijven aan de afvlakking van de rendementscurve. De begin 2015 aangekondigde en later geïmplementeerde niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen hebben de lange rente immers nog meer gedrukt, terwijl de korte rente beperkt werd door de nulgrens. In België is voor de vergoeding van de spaarboekjes bovendien een wettelijke ondergrens bepaald, die niet minder mag bedragen dan 0,11 % (getrouwheidspremie inbegrepen).

In theorie wordt het gedrag van de economische subjecten veeleer bepaald door de reële rente dan door de nominale rente. Bij hun beslissing om vandaag eerder dan morgen te consumeren, houden de huishoudens rekening met de koopkracht die hun besparingen hun in de toekomst zullen bieden, door het inschatten van het te verwachten prijsverloop.

Grafiek 2 toont in dit verband de reële detailrentevoeten voor de huishoudens (gecorrigeerd voor inflatie). Het opmerkelijke aan de reële rente is meer het – historisch laag – gemiddeld niveau dan het verloop ervan. In de periode 2008-2016 was de reële rente op de kortetermijndeposito's meestal negatief (gemiddeld -1 %); m.a.w., de rentevergoeding op de spaarrekeningen was niet voldoende om de inflatie te compenseren en de huishoudens die hun spaargeld op spaarboekjes hebben laten 'slapen', hebben koopkrachtverlies geleden. De reële kosten voor de terugbetaling van een hypothecaire

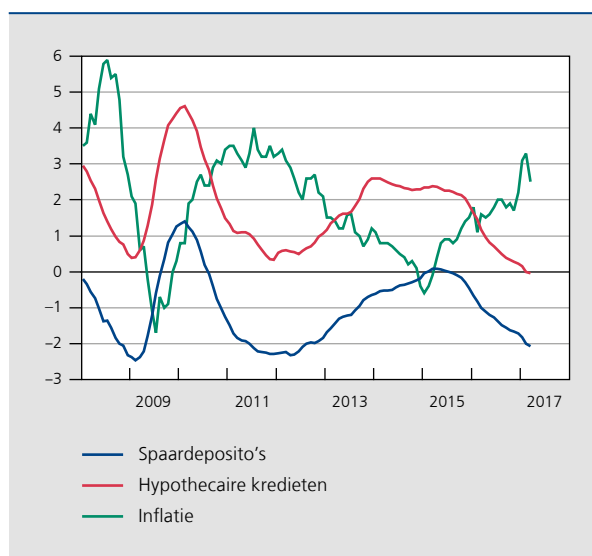
GRAFIEK 1 BASISRENTE VAN DE ECB EN BANKTARIEVEN VOOR HUISHOUDENS IN BELGIË (in %)



Bronnen: ECB, NBB.

(1) De MIR-enquête waaraan die tarieven ontleend zijn, verzamelt die informatie sinds 2003 maandelijks bij kredietinstellingen; om vergelijkingen tussen landen te vergemakkelijken en het opstellen van een aggregaat op het niveau van het eurogebied mogelijk te maken, werden geharmoniseerde categorieën van deposito's en leningen, waarin de door de banken van de diverse landen aangeboden typische producten zijn opgenomen, bepaald. Het spaardeposito waarvan hier sprake stemt overeen met een opzegtermijn van minder dan drie maanden; het hypothecair krediet stemt overeen met een woningkrediet met een initiële rentevaste periode van meer dan 10 jaar.

GRAFIEK 2 REËLE RENTE⁽¹⁾ VOOR DE HUISHOUDENS EN INFLATIE IN BELGIË
(in %)



Bronnen: ADS, NBB.

(1) De rentetarieven worden hier gedefleerd aan de hand van de gemiddelde HICP-inflatie over de laatste 12 maanden. Theoretisch zouden de nominale rentetarieven moeten worden gedefleerd aan de hand van de verwachte inflatie veeleer dan aan de hand van de inflatie uit het verleden. Afgezien van het feit dat de inflatieverwachtingen per definitie onzeker en onmeetbaar zijn, worden de huishoudens doorgaans geacht 'myopisch' te zijn ten opzichte van het verwachte prijsverloop, m.a.w. ze beschouwen de inflatie uit het verleden als de beste prognose van de toekomstige inflatie.

lening bedroegen gemiddeld 1,8%, dat is in een historisch perspectief eveneens een zeer laag niveau. Ter vergelijking, in de periode 1995-2007 bedroeg de reële rente gemiddeld 3,8% op hypothecaire leningen en 0,7% op spaarrekeningen.

1.2 Prijsstijgingen voor financiële activa en vastgoed

Het historisch laag rentepeil alsook de niet-conventionele maatregelen van de ECB hebben de prijzen voor zowel financiële activa als voor vastgoed beïnvloed. De impact van de lage rente op diverse categorieën van activa is grotendeels toe te schrijven aan portefeuilleherschikkingseffecten die het gevolg zijn van een zoektocht naar rendement ('search for yield'), waarbij laagrentende activa vervangen worden door instrumenten met een hoger rendement. Ingevolge die operaties, vinden belangrijke prijseffecten plaats, die resulteren in een stijging van de prijs van de activa met een hoger rendement (waarderingseffecten). De lagerentekomgeving heeft positieve prijseffecten gesorteerd op de obligatie- en aandelenmarkten, alsook op de vastgoedmarkt. Terwijl de obligatiemarkt relatief geringe rendementen te zien geeft, blijven de vastgoedmarkt en de

aandelenmarkt nog hogere rendementen laten optekenen, wegens de nog steeds aanzienlijk risicopremies (verschillende risicoprofielen).

De invoering, door de ECB, van niet-conventionele maatregelen om het hoofd te bieden aan de risico's verbonden aan een al te lange periode van lage inflatie, met name het programma voor outright monetaire transacties in 2012 en dat van de aankoop van activa uit 2015 (*Asset Purchase Programme*, welk de maandelijkse aankopen van overheidspapier – *Public Sector Purchase Programme*, alsook van bedrijfsobligaties – *Corporate Sector Purchase Programme*) omvat, hebben ertoe bijgedragen de obligatieprijzen, zowel van overheidsobligaties als van bedrijfsobligaties, op de financiële markten op te voeren. Dat opwaarts effect tekent zich duidelijk af vanaf 2012. De aankopen van effecten door de ECB en bijgevolg de stijging van de vraag naar de in het kader van die programma's in aanmerking komende activa hebben immers de prijs ervan doen stijgen. Door de vraag naar activa in het algemeen te doen toenemen, voert het mechanisme van portefeuilleherschikking, dat het gevolg ervan is, de prijzen op, en zulks zelfs voor de financiële instrumenten waarop de programma's van de ECB niet direct mikken. Ten opzichte van een begin 2009 op 100 vastgestelde index, steeg de prijs van de bedrijfsobligaties in België (met een looptijd van vijf jaar) eind februari 2017 tot 129, terwijl de aandelenprijzen (beursgenoteerde aandelen van niet-financiële ondernemingen) in dezelfde periode 329 bedroeg.

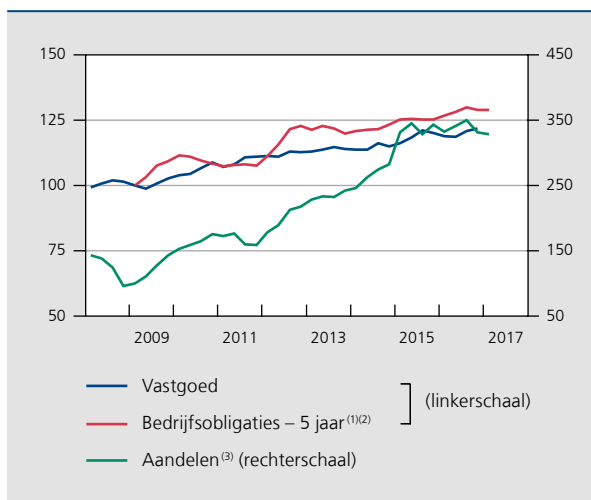
Net als de prijs van de financiële activa en deels ingevolge soortgelijke mechanismen, konden de vastgoedprijzen positief worden beïnvloed door het accommoderend monetair beleid. De prijzen voor residentieel vastgoed op de secundaire markt zijn in België tijdens de periode 2008-2016 gemiddeld met 2,5% toegenomen; ten opzichte van een indexcijfer van 100 begin 2009 is de prijs voor residentieel vastgoed eind 2016 gestegen tot 122. Dat gemiddeld positief verloop verhult periodes van prijsdalingen, die weliswaar telkens gering en van korte duur waren. Dat was het geval op het hoogtepunt van de recessie eind 2008 en begin 2009, toen de prijzen een gecumuleerde daling van 3,5% lieten optekenen en, meer recentelijk, van eind 2015 tot medio 2016, toen de prijzen met 2% terugliepen.

In vergelijking met het vóór de crisis opgetekend verloop (gemiddelde groei van 6,8% tijdens de periode 1995-2007), lijkt de recente vastgoedinflatie zeer matig, wat wijst op een uiteindelijk beperkte invloed van het monetair beleid op de vastgoedprijzen. Verderop in het artikel blijkt dan weer dat de algemene macro-economische omstandigheden, en in het bijzonder het

GRAFIEK 3

PRIJZEN VOOR FINANCIËLE ACTIVA EN VASTGOED IN BELGIË

(indices: 2009 K1 = 100)



Bronnen: ADS, Thomson Reuters Datastream.

- (1) De obligatiekoersen werden benaderd aan de hand van hun rendement, waarbij werd aangenomen dat het nulcouponobligaties betrof: $1/((1+\text{rendement})^{\text{looptijd}})$. De geraamde koersen werden vervolgens genormaliseerd met als basis het eerste kwartaal 2009.
- (2) Gewogen gemiddelde van de obligaties 4/5 jaar en 5/6 jaar.
- (3) Het betreft een aandelenkorf van niet-financiële ondernemingen.

verloop van het beschikbaar inkomen van de huishoudens – dat, samen met de rente en de demografische druk, een bepalende factor voor de groei van de vastgoedprijzen is –, tijdens de recente periode beduidend ongunstiger geweest zijn dan vóór de crisis. Terwijl wijzigingen van de belastingomgeving (inzake aftrekbaarheid van de rentelasten, schenkingskosten, de regularisatie van vermogens via de EBA, enz.) de vraag naar en dus de prijzen van vastgoed tijdens de periode vóór de crisis hadden ondersteund, is dat in het laatste decennium niet meer het geval. De recente periode werd integraal gekenmerkt door de uitvoering van macroprudentiële maatregelen om de groei van de vastgoedtransacties te beperken.

2. Keuze tussen sparen en consumptie: theorie en enquêteresultaten

2.1 Theoretische elementen

Veranderingen in de rentevoeten kunnen het gedrag van de huishoudens, met name hun keuze tussen consumptie en sparen, via verschillende mechanismen beïnvloeden. Doorgaans worden drie belangrijke kanalen onderscheiden, namelijk het inkomenseffect, het substitutie-effect en het vermogenseffect.

Inkomenseffect, substitutie-effect en vermogenseffect

Het inkomenseffect houdt in dat een daling van de rentevoeten de reeds opgebouwde of nog op te bouwen spaarinkomsten om een toekomstig inkomstenpeil te bereiken, doet afnemen. Wanneer de rentevoeten dalen, zijn de huishoudens dus geneigd minder te consumeren om meer te kunnen sparen. Daarbij moet evenwel worden opgemerkt dat dit geldt voor huishoudens die kunnen sparen omdat hun inkomen hun lopende consumptie overtreft. Voor kredietnemers, daarentegen, betekent een rentedaling dat ze hun leningen goedkoper kunnen terugbetalen, en dus meer kunnen consumeren.

Het substitutie-effect wordt gemeten als de opportuïteitskosten voor het uitstellen van de consumptie van vandaag tot morgen. Als de rente daalt, wordt sparen minder aantrekkelijk en krediet goedkoper. Dit zet ertoe aan vandaag meer te consumeren dan morgen. Dat kan alleen als huishoudens gemakkelijk krediet kunnen verkrijgen om hun bestedingen te financieren, wat lang niet altijd het geval is. Het bestaan van liquiditeitsbeperkingen tempert dus doorgaans het substitutie-effect.

Het derde kanaal is dat van het vermogenseffect. Een daling (stijging) van de rente leidt automatisch tot een positieve (negatieve) verandering van de waarde van de activa, zowel van de financiële als van de onroerende activa. Huishoudens die activa aanhouden, kunnen louter doordat ze zich rijker (minder rijk) 'voelen', ertoe aangezet worden meer (minder) te consumeren, ook al verkopen ze eigenlijk geen activa.

Het effect van een renteverandering op het sparen (en de consumptie) is dus ambigu⁽¹⁾. Het is afhankelijk van het relatieve belang van de drie kanalen (inkomenseffect, substitutie-effect en vermogenseffect) en van het type van beschouwde subject (spaarder of kredietnemer).

Andere spaarmotieven: voorzorg, pensioen, vermogensoverdracht

Het spaargedrag hangt uiteraard niet alleen af van het verloop van de rente maar ook aan andere spaarmotieven. Huishoudens die sparen om het hoofd te bieden aan onverwachte schommelingen van de ontvangsten of uitgaven – inkomensverlies als gevolg van werkloosheid, uitgaven in verband met onvoorziene tegenslagen – zijn gevoeliger voor de toekomstige risico's (inzake

(1) Het oorzakelijk verband tussen sparen en de rentevoeten werkt ook in de omgekeerde richting: zo zet de stijgende levensverwachting tegen de achtergrond van een stabiele pensioenleeftijd de subjecten ertoe aan om meer te sparen voor de oude dag, wat de rentevoeten drukt.

inkomsten, consumptie) dan voor het rendement van deze spaarmiddelen. De onzekerheid omtrent de toekomstige inkomstenstromen heeft eveneens betrekking op de pensioenen. In dat verband blijken de huishoudens meer te sparen wanneer de overheidsschuld toeneemt, aangezien ze vooruitlopen op het feit dat de overheid belastingen zal moeten heffen om die schulden te stabiliseren of terug te dringen, of dat ze niet meer in staat zal zijn haar verplichtingen na te komen, met name wat de pensioenen of andere vervangingsinkomens betreft. Andere persoonlijke motieven, zoals de wens om een vermogen na te laten, verminderen eveneens de gevoeligheid van de spaarders voor de schommelingen in het spaarrendement. Voorts beïnvloeden ook factoren zoals de leeftijdsstructuur van de bevolking, de houding tegenover risico, de mate van financiële geletterdheid en de fiscaliteit de spaarbeslissingen van de huishoudens, alsook de vorm die dit sparen aanneemt.

2.2 Spaarmotieven van de huishoudens – enquêteresultaten

Om het relatieve belang van de verschillende theoretische spaarmotieven van huishoudens te illustreren, kunnen we gebruik maken van de resultaten van bevragingen van die huishoudens. Hier biedt de Household Finance and Consumption Survey (HFCS) enkele inzichten. Deze representatieve enquête werd in het leven geroepen door het Eurosysteem, en wordt in België georganiseerd door de Bank. Zo werden in 2010 en 2014 ongeveer 2 300 huishoudens geïnterviewd over hun financieel gedrag, hun inkomens, bezittingen en schulden.

Bij de vraag naar hun redenen om te sparen, kwam de provisie voor onverwachte gebeurtenissen (precautionary savings) als belangrijkste motief naar voren. Tussen 2010 en 2014 is het belang van dit spaarmotief zelfs toegenomen. Terwijl in 2010 nog 54,1 % dit motief vermeldde, liep dit op tot 58,8 % in 2014. Het toegenomen belang van sparen uit voorzorg kan erop wijzen dat de onzekerheid bij de huishoudens groter is geworden.

Sparen als voorziening voor de oude dag (consumption smoothing binnen de levenscyclus) blijkt een tweede belangrijke drijfveer te zijn. Het aandeel van de huishoudens die dit motief opgaven, bleef stabiel op 35 % tussen 2010 en 2014.

Uit de enquête blijkt ook dat huishoudens sparen om grote aankopen te financieren (de aankoop van een eigen woonst of andere grote aankopen), om reizen of vakanties te kunnen betalen, en om de kinderen of kleinkinderen te ondersteunen (bijvoorbeeld bij

TABEL 1 SPAARMOTIEVEN VAN DE HUISHOUDENS ⁽¹⁾
(in % van de huishoudens)

	HFCS I (2010)	HFCS II (2014)
Provisie voor onverwachte gebeurtenissen	54,1	58,8
Voorziening voor de oude dag	35,6	35,5
Reizen en vakanties	23,6	28,3
Opleiding of ondersteuning van de (klein)kinderen	22,9	27,3
Andere grote aankopen	15,9	26,9
Opbouw van een nalatenschap	14,2	13,8
Aankoop van een eigen woonst	12,0	11,2
Afbetaling van schulden	5,0	5,9
Uitgaven die in aanmerking komen voor subsidies	10,5	5,7
Investering in een eigen zaak	1,2	2,0
Investering in financiële activa	2,1	2,0
Andere	4,5	6,4

Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014).

(1) Motieven waarvoor huishoudens sparen of zouden sparen (in het geval dat ze op het tijdstip van het interview geen middelen hebben); meer dan één optie per huishouden is mogelijk.

onderwijskosten of bij de aankoop van een huis). Het belang van deze spaarmotieven is tussen 2010 en 2014 toegenomen, wat een illustratie kan zijn van het hierboven beschreven inkomenseffect.

Over het geheel genomen wijzen de resultaten van de HFCS-enquêtes op een versterking van de spaarmotieven tussen 2010 en 2014. Deze versterking houdt verband met de toenemende onzekerheid omtrent de toekomstige inkomstenstromen, die leidt tot een stijging van het voorzorgssparen. Ze kan echter eveneens wijzen op een inkomenseffect van het lage spaarrendement, dat de huishoudens ertoe zou aanzetten meer te sparen om hun toekomstige uitgaven te dekken.

3. Effect op het inkomen, het vermogen en het gedrag van de huishoudens

3.1 Daling van de rente-inkomsten en waarderingseffecten van de activa

De forse daling van de nominale rentetarieven heeft geleid tot een aanzienlijke afname van de (netto-)

rente-inkomsten van de huishoudens⁽¹⁾. Sinds 2012 liggen de rentelasten op leningen zelfs hoger dan de inkomsten uit rentedragende activa. Dit is een nooit eerdere vertoonde situatie voor de Belgische huishoudens, die historisch gezien een nettocrediteusector zijn met betrekking tot de rentedragende activa en dus nettorente-inkomsten ontvangen. Zo waren de nettorente-inkomsten van de huishoudens in 1995 goed voor zowat € 10 miljard, of 7,3% van hun beschikbaar inkomen. In 2008 was dat nog € 3 miljard, of 1,4% van hun beschikbaar inkomen. In 2016 was dit bedrag negatief geworden en beliep het ongeveer 7 miljard, of 3% van het beschikbaar inkomen van de huishoudens.

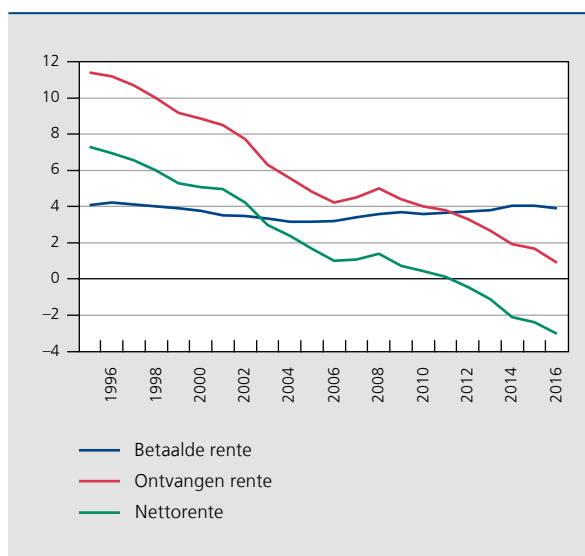
Die ontwikkeling is toe te schrijven aan de aanhoudende daling van de rente-inkomsten, terwijl de rentelasten in verhouding tot het beschikbaar inkomen over de hele periode al met al stabiel bleven, of zelfs licht zijn toegenomen. Dit kan op het eerste gezicht verrassend lijken, gelet op het hierboven toegelichte, nagenoeg parallelle verloop van de bancaire debet- en creditrentetarieven.

Een eerste verklaring daarvoor is dat het uitstaande bedrag waarop de daling van de bancaire tarieven van toepassing was, veel hoger is aan de actiefzijde (de deposito's) dan aan de passiefzijde (de kredieten) van de huishoudens. Eind 2008, bij het uitbreken van de crisis, was de waarde van de door de gezinnen aangehouden rentedragende activa (€ 356 miljard) twee keer hoger dan die van hun verplichtingen (€ 177 miljard). Dit heeft automatisch bijgedragen tot een daling van het nettorentevolume.

Een tweede element houdt verband met de kenmerken van de financiële tegoeden en verplichtingen van de huishoudens, en vooral met het vaste of variabele karakter van de rentevoet die erop van toepassing is. De rentevoeten op spaarboekjes en zichtrekeningen worden geregeld en bijna automatisch aangepast aan de marktvorwaarden. Het effect van een rentedaling komt dus direct en vrijwel volledig tot uiting, zowel voor nieuwe deposito's als voor bestaande tegoeden. De tarieven op termijndeposito's, die doorgaans worden vastgesteld voor een periode van 1 à 2 jaar, worden weliswaar minder snel aangepast, maar deze spaarvorm is niet zo populair als traditionele spaardeposito's. Tussen 2008 en 2016 is het sparen door huishoudens in de vorm van termijndeposito's

GRAFIEK 4 RENTELASTEN EN -OPBRENGSTEN VAN DE HUISHOUDENS

(in % van het beschikbaar inkomen)



Bron: NBB.

gedaald van 8 tot 4% van hun totale financiële tegoeden. Spaartegoeden in de vorm van spaardeposito's stegen van 17 tot 19%.

Bij de hypothecaire kredieten, daarentegen, komt het effect van een daling van de tarieven op de werkelijke rentelasten in veel geringere mate tot uiting. Nieuwe kredietnemers trekken onmiddellijk profijt van gunstiger kredietvoorwaarden, maar het aantal nieuwe contracten maakt slechts een beperkte fractie uit van de totale uitstaande leningen. Bestaande kredietnemers die willen profiteren van de rentedaling moeten ofwel een contract met een variabele rentevoet hebben afgesloten, ofwel hun contract met een vaste of halfvaste rente laten herfinancieren. In België blijven contracten met een vaste rentevoet de norm: in 2008, bij het uitbreken van de crisis, maakten kredieten met een vaste of halfvaste rentevoet (initiële vaste rentevoet van minstens vijf jaar) 96% uit van het uitstaande bedrag van de nieuwe hypothecaire kredieten van de huishoudens en kredieten met een jaarlijks aanpasbare rentevoet slechts 3% (de kredieten met een initiële looptijd tussen 1 en 5 jaar vertegenwoordigen 1% van het totaal). Aangezien herfinancieringen gepaard gaan met kosten, zetten de huishoudens deze stap niet automatisch: in de periode 2008-2016 werd jaarlijks ongeveer 11% van de contracten geherfinancierd, met forse schommelingen van het ene jaar tot het andere. Het overwicht van contracten met een vaste rentevoet in de hypothecaire schuldenlast van de Belgische huishoudens en de kosten die verbonden zijn aan de herfinanciering

(1) De hier voorgestelde cijfers zijn ontleend aan de financiële rekeningen van België: ze stemmen overeen met de effectief door de huishoudens betaalde of ontvangen stromen. Deze cijfers verschillen van die van de nationale rekeningen, waarin de effectieve rentestromen worden uitgesplitst in een theoretische stroom, die geraamd wordt door een referentietarief toe te passen op het overeenstemmende uitstaande bedrag, en een marge die de kosten van de financiële dienst vertegenwoordigt, conform de toerekening van de IGDFI (indirect gemeten diensten van financiële intermediairs). In de nationale rekeningen wordt alleen de theoretische stroom geregistreerd in de rente-inkomsten/rentebetalingen, terwijl de marge wordt geregistreerd als een verbruik van financiële diensten door de huishoudens.

van kredieten kunnen dus de transmissie van de rentedaaling naar de werkelijke rentelasten beperkt hebben.

Tot slot ligt een derde factor ten grondslag aan het verloop van de schuldenlast van de huishoudens. Dat de rentelasten niet gelijkmatig zijn teruggelopen met de rente-inkomsten, is vooral het gevolg van het feit dat de schuldenlast van de huishoudens tussen 2008 en 2016 in geregeld tempo is blijven toenemen. De stijging van de schuldgraad heeft de daling van de rentetarieven dus gedeeltelijk gecompenseerd (zie Paragraaf 3.3).

Het verloop van de andere financiële inkomsten – hoofdzakelijk dividenden, huurgelden en inkomens uit vermogen toegerekend aan de polishouders – heeft de daling van de rente-inkomsten niet kunnen compenseren. Al met al zijn de financiële inkomsten van de huishoudens nagenoeg onafgebroken teruggelopen tussen 2009 en 2016. Hoewel de financiële inkomsten slechts een beperkt gedeelte vertegenwoordigen van de middelen van de huishoudens⁽¹⁾ – ongeveer 15 % bij het uitbreken van de crisis – was de daling groot genoeg om hun beschikbaar inkomen aanzienlijk aan te tasten. Gemiddeld beschouwd was de bijdrage van de financiële inkomsten aan de stijging van het nominaal beschikbaar inkomen tussen 2009 en 2016 negatief naar rata van –0,5 %; anders gezegd, zonder de inkrimping van de financiële inkomsten zou het nominaal beschikbaar inkomen elk jaar met 2 % zijn toegenomen (in plaats van de opgetekende stijging op jaarbasis van 1,5 %). De groei van het beschikbaar inkomen wordt evenwel hoofdzakelijk bepaald door de arbeidsinkomens, die ongeveer 60 % ervan uitmaken. Ook deze inkomens werden door de crisis gedrukt: de bezoldigingen groeiden zeer traag in 2009 en 2010, als gevolg van de enorme stijging van de werkloosheid, en – vanaf 2013 – onder invloed van verschillende maatregelen inzake loonmatiging.

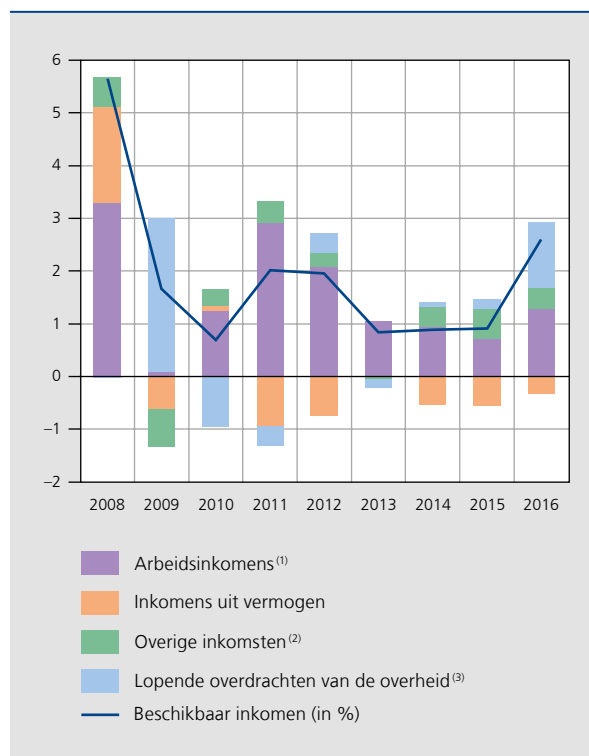
De prijsstijging voor financiële activa en vastgoed, een automatisch gevolg van de daling van de rente, heeft niettemin bijgedragen tot de groei van het vermogen van de huishoudens, via zogenoemde waarderingseffecten.

Wat het financiële gedeelte van de tegoeden van de huishoudens betreft, waren de waarderingseffecten de afgelopen jaren al met al positief. Toch werden twee belangrijke waardedalingen opgetekend in het financieel vermogen van de huishoudens: een bij het uiteenspatten van de technologiezeepbel en de andere tijdens de financiële crisis van 2008. Sedertdien is de waardering van het vermogen van de huishoudens jaar na jaar positief

(1) De financiële inkomsten zijn overigens niet homogeen verdeeld over de diverse strata van de bevolking (zie in dat verband Paragraaf 4).

GRAFIEK 5 UITSPLITSING VAN HET BESCHIKBAAR INKOMEN VAN DE HUISHOUDENS

(bijdrage tot de groei van het nominaal beschikbaar inkomen, tenzij anders vermeld)



Bron: INR.

- (1) Exclusief de sociale bijdragen van de werkgevers.
- (2) De overige inkomsten omvatten het bruto gemengd inkomen van de zelfstandigen en het bruto-exploitationoverschot van de huishoudens.
- (3) Inclusief de sociale bijdrage van de werkgevers.

geweest, tegen de achtergrond van de regelmatige stijging van de prijzen van de financiële activa. Dit heeft de huishoudens in eerste instantie (van 2009 tot 2012) in staat gesteld de waardeverliezen als gevolg van de crisis te compenseren en vervolgens opnieuw meerwaarden te boeken vanaf 2013.

De waarderingseffecten kunnen worden uitgesplitst volgens de gebruikte financiële instrumenten: aandelen, schuldbewijzen, deelbewijzen van beleggingsfondsen of verzekeringsproducten. Uit de analyse van de financiële rekeningen blijkt dat de huishoudens voornamelijk dankzij de waardering van hun aandelen en deelbewijzen in beleggingsfondsen winsten konden boeken tijdens de periode 2013-2016.

Ze trokken eveneens profijt van positieve waarderingseffecten op hun vastgoedeigendommen, als gevolg van de nagenoeg ononderbroken stijging van de huizenprijzen sedert 2008. Deze effecten waren wel niet even gevoelig als tijdens de periode vóór de crisis (vooral van

2005 tot 2007), toen ze elk jaar 8 tot 12 % van de waarde van het onroerend vermogen vertegenwoordigden. Hoewel ze nog altijd positief zijn, namen ze immers af in de nasleep van de crisis van 2008, en zijn ze de afgelopen jaren steeds geringer geworden. In 2014 (het laatste jaar waarvoor gegevens beschikbaar zijn) zou het waardeeringseffect minder dan 1 % van het onroerend vermogen hebben belopen.

Al met al hebben de huishoudens de waarde van hun vermogen dus aanzienlijk zien toenemen dankzij de aanhoudende groei van de activaprijzen. De toename van het financiële vermogen van de huishoudens met 34 % tussen 2008 en 2016 was voor meer dan de helft te verklaren door waardeeringseffecten; het saldo was toe te schrijven aan nieuwe inbreng. Waarderingsseffecten vertegenwoordigden bijna twee derde van de stijging van het onroerend vermogen met 21 %.

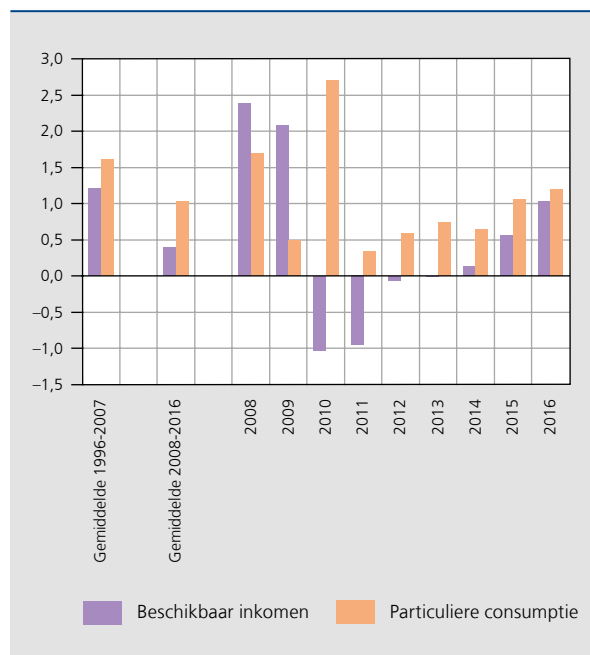
3.2 Keuze tussen sparen en consumeren

Om te begrijpen in hoeverre de daling van de financiële inkomsten het gedrag van de huishoudens inzake consumptie en besparingen heeft kunnen beïnvloeden, moet rekening worden gehouden met het verloop van hun financiële inkomsten en, ruimer gezien, van hun beschikbaar inkomen in reële termen, dat wil zeggen met inachtneming van het prijsverloop. Deze indicator is immers de meest adequate maatstaf van de koopkracht van de huishoudens.

Sinds het begin van de crisis bleef de koopkracht van de Belgische huishoudens gedurende een ongewoon lange periode lusteloos. Gemiddeld groeide de koopkracht van 2008 tot 2016 met 0,4 %, dat is driemaal minder snel dan het groeitempo tijdens het decennium vóór de crisis. Die gemiddelde stijging verhult echter uiteenlopende ontwikkelingen van de ene periode tot de andere. Onmiddellijk na de crisis (jaren 2008 en 2009) ging de koopkracht nog met meer dan 2 % omhoog, omdat de inflatie fors was afgenomen en de automatische stabilisatoren het inkomen van de werknemers hadden ondersteund. In 2010 en 2011 verminderde de koopkracht van de huishoudens met 1 % per jaar, waarna deze gedurende drie opeenvolgende jaren stagneerde (van 2012 tot 2014), wat ongezien is vanuit een historisch perspectief. Pas in 2015 nam de koopkracht opnieuw toe, eerst aarzelend (0,6 %) en vervolgens wat sterker in 2016, namelijk met 1,2 %.

Gelet op de uitholling van hun koopkracht hebben de huishoudens hun consumptieve bestedingen neerwaarts aangepast. De groei van de consumptie vertraagde

GRAFIEK 6 BESCHIKBAAR INKOMEN EN CONSUMPTIE VAN DE HUISHOUDENS
(veranderingspercentages op jaarbasis, in reële termen)



Bron: INR.

evenwel minder bruusk dan die van het beschikbaar inkomen. Gemiddeld tijdens de periode 2008-2016 bleven de consumptieve bestedingen met 1 % per jaar toenemen.

Aangezien de consumptie jaar na jaar sneller groeide dan het beschikbaar inkomen, nam de spaarquote geleidelijk af. De divergentie tussen consumptie en inkomen is lang geen uitzonderlijk verschijnsel en weerspiegelt in de eerste plaats de traditionele neiging tot afvlakking van de consumptie in de tijd. Bij schommelingen in hun inkomensstromen die ze tijdelijk achten, passen de huishoudens hun consumptieve bestedingen maar licht aan. Per saldo leiden de schommelingen van het lopend inkomen tot veranderingen in de besparingen. Dat gedrag kan ook worden verklaard doordat bepaalde uitgavenposten voor de huishoudens, zoals huisvesting of voeding, onsamendrukbaar zijn; ze kunnen die uitgaven niet terugschroeven bij een (tijdelijke) inkrimping van de inkomensstromen, en de besparingen vervullen dan de rol van correctiepost.

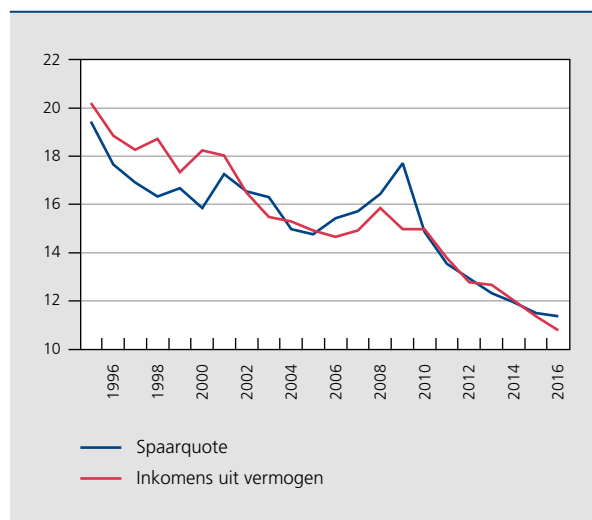
In dit geval lijkt de gestage daling, jaar na jaar, van de spaarquote echter meer te wijzen op een onderliggende trend dan op een tijdsverschil tussen de inkomensstromen en de consumptie. Bovendien blijkt dat de afkalving van de spaarquote bijna exact overeenstemt met de geleden verliezen aan financiële inkomsten. Ten opzichte van het

beschikbaar inkomen is het aandeel van de financiële inkomsten teruggelopen van 15,8% in 2008 tot minder dan 10,8% in 2016, dat is een daling met 5 procentpunten. Tijdens dezelfde periode daalde de spaarquote van 16,4% ⁽¹⁾ tot 11,4%. Uit een geaggregeerd oogpunt lijkt de inkrimping van de financiële inkomsten dus niet te hebben geleid tot een lagere consumptie maar wel tot minder besparingen. Dit bevestigt het resultaat van recente analyses ⁽²⁾ die aantonen dat het spaarvermogen van de huishoudens nauw samenhangt met de financiële inkomsten, aangezien het inkomen uit arbeid doorgaans veeleer wordt geconsumeerd.

Doordat de rentedaling de financiële inkomsten uitholde, fungeerde ze in zekere zin als een herverdelingsmechanisme ten nadele van de huishoudens met een inkomen dat voor een groter deel afkomstig is uit vermogen en ten gunste van die welke over weinig of geen financiële inkomsten beschikken en die hun middelen voornamelijk uit arbeid halen. Dit wijst erop dat de effecten van de rentedaling niet gelijk zijn per profiel van het huishouden; de verdelingseffecten worden in dit verband grondig besproken in paragraaf 4 van dit artikel.

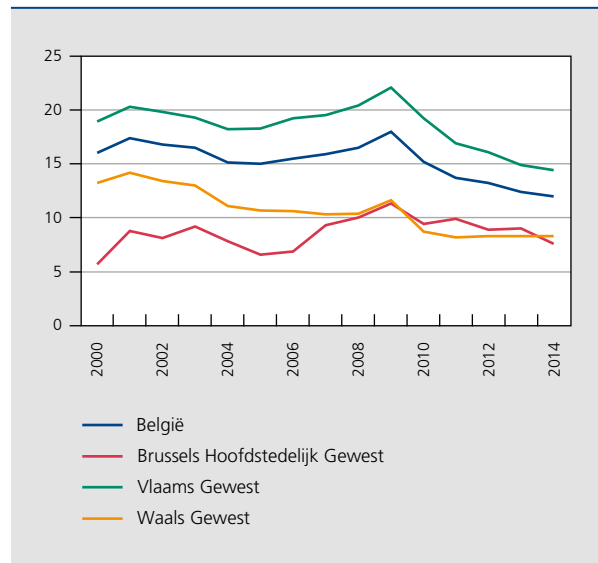
Een onderzoek van het verloop van de spaarquote naar gewest verschaft, in zekere zin, een nader inzicht in het verloop van de spaarquote naar inkomenscategorie. De spaarquote vertoont immers grote verschillen tussen de gewesten, die nauw samenhangen met het gemiddeld of mediaan inkomen in de drie gewesten. Ze ligt structureel hoger in het Vlaams Gewest dan in de twee andere

GRAFIEK 7 INKOMENS UIT VERMOGEN EN SPAARQUOTE VAN DE HUISHOUDENS
(in % van het beschikbaar inkomen)



Bron: INR.

GRAFIEK 8 SPAARQUOTE NAAR GEWEST ⁽¹⁾
(in % van het beschikbaar inkomen)



Bron: INR.

(1) De regionale rekeningen zijn wat later beschikbaar dan de nationale rekeningen; de laatst beschikbare waarneming voor de spaarquotes naar gewest dateert van 2014.

gewesten: zo bedroeg de spaarquote in 2008 20,4% in het Vlaams Gewest, tegen 10,4% in Wallonië en 10% in het Brussels Gewest. Het inkomensverschil tussen de drie gewesten (ten opzichte van het gemiddelde in België) bedroeg +6% voor een inwoner van Vlaanderen, -5% voor een Brusselaar en -10% voor een Waal. In de nasleep van de crisis is de spaarquote het sterkst gedaald in Vlaanderen: ze lag in 2014 bijna 5 procentpunt onder het gemiddelde van vóór de crisis. De spaarquote van de Waalse huishoudens liep, vanaf een reeds lager peil, met minder dan 4 procentpunt terug; die van de Brusselse huishoudens, ten slotte, bleef in 2014 onveranderd ten opzichte van het gemiddelde niveau van vóór de crisis. Op gewestelijk niveau blijkt de spaarquote dus het sterkst te zijn verminderd voor de huishoudens van het rijkste gewest.

De maandelijks door de Bank gehouden enquête naar het consumentenvertrouwen verschaft ook een beeld van de factoren die in het recente verleden aan hun beslissingen ten grondslag hebben gelegen. De huishoudens dienen immers

(1) De spaarquote was in 2009 uitzonderlijk hoog (17,7%). Op dat ogenblik bereikte de onzekerheid over de gevolgen van de financiële crisis een hoogtepunt, wat een toename van het voorzorgssparen veroorzaakte. Bovendien hadden de inkomens van de Belgische huishoudens, bij het uitbreken van de crisis, ten volle profijt getrokken van de automatische stabilisatoren (overdrachten van de overheid, loonindexeringen op basis van de inflatie uit het verleden) terwijl de lopende inflatie zeer snel afnam. Dit zorgde voor een robuuste groei van het inkomen van de huishoudens in reële termen, waarvan een deel gemakkelijk kon worden gespaard.

(2) Zie Basselier en Langenus (2014).

gelijktijdig hun oordeel te geven over hun spaarvooruitzichten, de algemene economische situatie, de werkloosheidsvooruitzichten, hun persoonlijke toestand, hun geplande grote aankopen, en het prijsverloop. Bovendien ondervraagt een specifieke deelvraag hen omtrent een 'beoordeling of het huidig tijdstip al dan niet gunstig is tot sparen', waardoor op indirecte wijze wordt gespeeld naar de voorwaarden inzake vergoedingen (of rendementen) op spaargeld.

Voor een langere periode wijzen de enquêteresultaten uit dat de spaarvooruitzichten zeer sterk worden ingegeven door de persoonlijke financiële situatie van het huishouden (huidige, vroegere en toekomstige), veel meer dan door de algemene economische situatie. Een ander element dat de spaarvooruitzichten blijkt te beïnvloeden, is het algemene prijsverloop⁽¹⁾: wanneer de huishoudens zich voor een hoge inflatie geplaatst zien, verwachten ze minder te zullen sparen, wat bevestigt dat ze zich zorgen maken over de koopkracht die dat spaargeld hun in de toekomst zal verlenen. De rentevergoeding over de spaargelden speelt eveneens een rol in het spaarbesluit, maar de invloed ervan lijkt beperkter dan de factoren van persoonlijke aard.

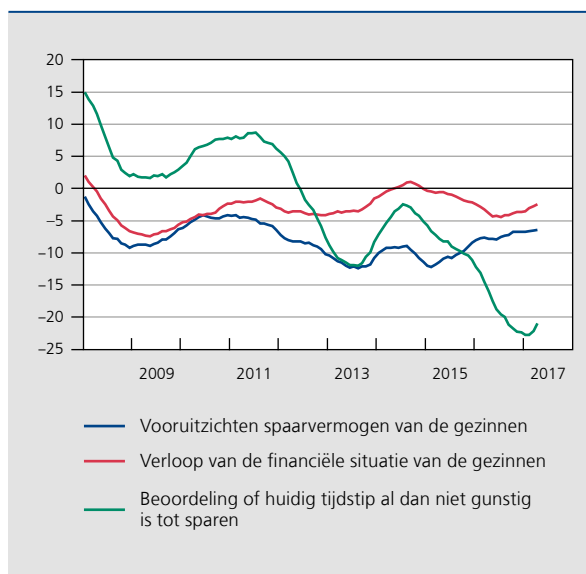
Sinds 2008 gaven de huishoudens regelmatig blijk van een negatieve beoordeling van hun spaarvooruitzichten, wat betekent dat hun spaarneiging kleiner was dan het historische gemiddelde. Dit ging gepaard met een negatieve perceptie van hun persoonlijke financiële situatie; met uitzondering van een korte onderbreking in de tweede helft van 2014 was deze altijd minder gunstig dan gemiddeld. Daar kwam sinds medio 2012 nog een negatieve beoordeling bij van de vraag of het tijdstip gunstig is om te sparen, waaruit blijkt dat het spaarrendement laag wordt geacht.

Sedert begin 2015 is echter een zekere ontkoppeling merkbaar tussen de spaarvooruitzichten en de beoordeling van de wenselijkheid om op dat moment te sparen. Hoewel de huishoudens vinden dat de vergoedingen op spaargelden steeds minder aantrekkelijk zijn, lijkt dit geen invloed meer te hebben op hun besluit om minder te sparen (of meer te consumeren).

De resultaten van deze enquête geven dus aan dat het effect van de intertemporele substitutie van de lage rentetarieven weliswaar over het geheel genomen een rol zou hebben gespeeld in de daling van de spaarquote in België, maar dat dit kanaal de afgelopen twee jaar relatief weinig efficiënt zou zijn geweest. Dit bevestigt de analyses over de determinanten van de consumptie, in België⁽²⁾ en in het eurogebied⁽³⁾: het rentepeil beïnvloedt slechts gedeeltelijk de spaar- en consumptiebeslissingen van de huishoudens, die bovenal worden bepaald door factoren

GRAFIEK 9 DETERMINANTEN VAN HET SPAREN VOLGENS DE ENQUÊTES BIJ HUISHOUDENS

(gegevens genormaliseerd t.o.v. het langetermijngemiddelde⁽¹⁾, voortschrijdend gemiddelde over de afgelopen 12 maanden)



Bron: NBB.

(1) Een positieve (negatieve) waarde betekent dat de huishoudens een gunstiger (ongunstiger) antwoord hebben geformuleerd dan het historisch gemiddelde.

die verband houden met hun persoonlijke situatie, en in de eerste plaats door hun inkomensstromen.

3.3 Wijzigingen in de portefeuille en stijging van de schuldenlast

Wanneer ze in staat zijn te sparen, hebben de huishoudens de keuze tussen verschillende financiële instrumenten (afgezien van hun investeringen in de vastgoedsector). Hun voorkeur zal afhangen van een reeks van factoren, waaronder de mate van onzekerheid (bij een toename hiervan worden de beleggingen meer gericht op voorzorgssparen en ontstaat een voorkeur voor liquiditeit), het geboden rendement (keuze voor beter renderende producten indien het algemene rentepeil laag is, 'search for yield'), hun eigen situatie (langetermijnsparen in het vooruitzicht van hun pensioen), enz.

In de eerste jaren na de financiële crisis van 2008 namen de particulieren veeleer hun toevlucht tot weinig risicovolle producten (rekeningen en deposito's,

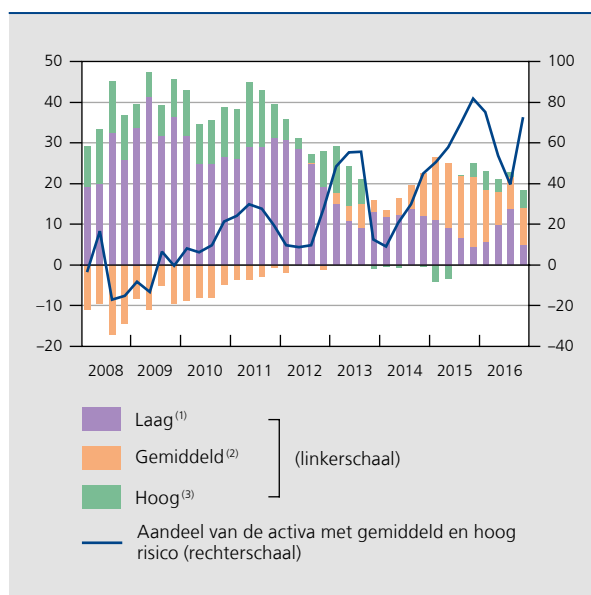
(1) Interessant is dat de keuze om te sparen meer wordt beïnvloed door de lopende inflatie dan door de inflatieverwachtingen, wat bevestigt dat de economische subjecten geen goed beeld hebben van het verwachte prijsverloop.

(2) Zie Burggraeve en Jeanfils (2005).

(3) Zie ECB (2016).

verzekeringsproducten van tak 21); aldus konden ze sparen uit voorzorg of betere beleggingsmogelijkheden afwachten. Zodoende hebben ze het weinig risicovolle gedeelte van hun financiële portefeuille verhoogd. Die situatie was van toepassing tot in 2012. Vanaf 2013 echter begonnen de huishoudens, gelet op de steeds lagere rendementen op minder risicodragende producten, voor hun nieuwe beleggingen geleidelijk hogere rendementen na te streven door zich te richten op risicovollere instrumenten (voornamelijk deelbewijzen van beleggingsfondsen, maar ook aandelen en andere participaties). Het aandeel van de gemiddeld of sterk risicovolle activa in hun nieuwe beleggingen is de afgelopen kwartalen dus toegenomen tot het eind 2015 een maximum bereikte van 82 % van hun nieuwe financiële beleggingen over de laatste vier kwartalen samen. Eind 2016 bedroeg dat aandeel nog bijna 73 %. De inbreng op rekeningen en deposito's bleef echter aanzienlijk, wat erop wees dat de huishoudens nog altijd zeer onzeker waren, een structurele voorkeur hadden voor liquiditeit of betere kansen afwachtten. In dit segment hielden de huishoudens, in 2015 en 2016, hoofdzakelijk geld aan op zichtrekeningen, terwijl ze minder stortten op gereguleerde spaarrekeningen. Het geringe renteverskil tussen beide producten en de grotere liquiditeit van de zichtrekeningen zijn daar allicht niet vreemd aan.

GRAFIEK 10 NIEUWE FINANCIËLE BELEGGINGEN VAN DE HUISHOUDENS: UITSPLITSING NAAR RISICOCATEGORIE
(in € miljard, over vier kwartalen voortschrijdende totalen)



Bron: NBB.

(1) Laag: rekeningen en deposito's, schuldbewijzen, verzekeringsproducten van tak 21.

(2) Gemiddeld: deelbewijzen van beleggingsfondsen.

(3) Hoog: aandelen en verzekeringsproducten van tak 23.

De hierboven gebruikte macro-economische informatiebronnen leren weinig of niets over de verdeling van het bijeen gespaarde vermogen en de schulden onder de huishoudens. Daarvoor zijn gegevens op gezinsniveau nodig. In dit verband kan de HFCS de vaststellingen op basis van macro data aanvullen.

In de micro-economische analyse van de activa (en de schulden) van de huishoudens worden verschillende componenten beschouwd: welke huishoudens die activa aanhouden en hoeveel deze aangehouden activa waard zijn. Daarbij wordt nader ingegaan op de volgende aspecten:

- de participatiegraad: dat is het aandeel van de huishoudens (in procenten van de totale populatie van huishoudens) dat een bepaald vermogensbestanddeel aanhoudt; de participatiegraad geeft dus een zicht op de spreiding van de balansposten over de huishoudens;
- de conditionele mediaanwaarde: deze waarde beschouwt alleen de huishoudens die participeren in een bepaald vermogensbestanddeel en geeft voor die huishoudens de mediaanwaarde van dat bestanddeel in euro's weer. De mediaan is de waarde van een bepaalde variabele, zodat de helft van de huishoudens minder, en de andere helft méér bezit; de mediaan geeft dus de waarde weer voor een 'doorsnee' huishouden, in het midden van de distributie;
- de foutenmarge: die marge wordt hier gelijkgesteld aan tweemaal de standaardfout van de geschatte parameter (mediaanwaarde), wat een betrouwbaarheidsinterval van bij benadering 95 % oplevert.

De vastgoedeigendom van de huishoudens bestaat in de eerste plaats uit de hoofdverblijfplaats van een gezin (voor huiseigenaars) en daarnaast uit ander vastgoed. Het kan daarbij gaan om tweede verblijfplaatsen, vakantiewoningen of verhuurd vastgoed. In 2014 bezat, volgens de HFCS, 70,3 % van de Belgische huishoudens zijn eigen woonst. Voor het doorsnee gezin, binnen de groep van huishoudens die in België een eigen woonst bezitten, bedraagt de waarde van dat huis € 249 700 (conditionele mediaanwaarde), dat is vrijwel ongewijzigd sinds 2010 (€ 248 300). Behalve de eigen woonst bezat 18,5 % van de huishoudens in België in 2014 nog ander vastgoed; dat was een toename ten opzichte van 2010 (16,4 %). De foutenmarges rond de mediaanwaarde (€ 176 800) voor dat ander vastgoed zijn relatief breed vanwege de ruime spreiding in de waarde en types van het bijkomend vastgoed (van een bescheiden chalet tot meerdere opbrengsteigendommen) en het relatief kleine aantal observaties in het staal.

In de enquête wordt inzake de schulden ook een onderscheid gemaakt tussen hypothecaire kredieten voor de

TABEL 2 VASTGOEDBEZIT EN HYPOTHECAIRE SCHULD

(in € duizend, tenzij anders aangeduid)

	Vastgoedbezit		Hypothecaire schuld	
	Eigen woonst	Ander vastgoed	Eigen woonst	Ander vastgoed
HFCS I (2010)				
Participatie in vastgoed en hypothecair krediet (in % van de huishoudens)	69,6	16,4	28,5	3,2
Conditionele mediaanwaarde	248,3	173,3	66,7	56,9
Foutenmarge (tweemaal de standaardfout) . . .	(9,5)	(29,4)	(10,3)	(24,6)
HFCS II (2014)				
Participatie in vastgoed en hypothecair krediet (in % van de huishoudens)	70,3	18,5	31,9	4,7
Conditionele mediaanwaarde	249,7	176,8	79,1	59,2
Foutenmarge (tweemaal de standaardfout) . . .	(1,4)	(29,1)	(11,2)	(12,7)

Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014).

eigen woonst en leningen voor ander vastgoed. De participatiegraad van Belgische huishoudens aan de markt van hypothecair krediet, voor de financiering van de aankoop van een eigen woonst, nam toe van 28,5% in 2010 tot 31,9% in 2014. Voor de huishoudens die voor de eigen woonst een hypothecaire lening lopen hebben, nam het mediaan uitstaand bedrag toe van € 66 700 tot € 79 100. Samen met het gestegen bezit van bijkomend vastgoed, zijn ook de kredieten voor dat soort van vastgoed toegenomen. In 2010 hadden 3,2% van de huishoudens een dergelijke lening. Tegen 2014 was dit opgelopen tot 4,7%, terwijl het mediaan uitstaande bedrag toenam van € 56 900 tot € 59 200. De toename van het aantal kredieten en de uitstaande bedragen verklaren dus dat de door de huishoudens globaal betaalde rentelast op peil is gebleven (zie sectie 3.1), ondanks de gedaalde rente.

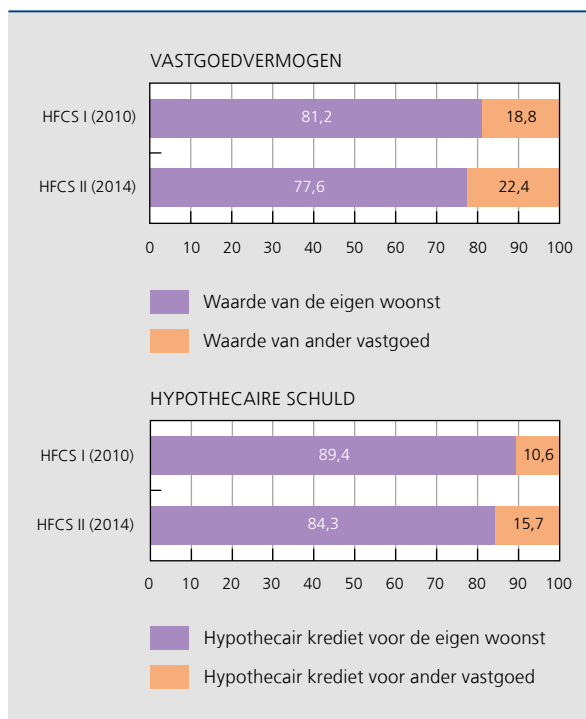
Volgens de resultaten van de HFCS is het bezit van een eigen woonst dus stabiel gebleven tussen de twee golven, maar was er een toename van de bezittingen in de vorm van bijkomend vastgoed, bovenop de eigen woonst, en een toename van de participatie en de uitstaande bedragen voor hypothecaire kredieten. Naast de lage rente spelen hier ook motieven van zekerheid en rendement (search for yield). Tijdens de eerste golf van de HFCS gaven huishoudens overigens te kennen dat ze hun vertrouwen in vastgoed als investering bleven behouden, in tegenstelling tot andere beleggingen (zie Du Caju, 2012).

De duidelijk toegenomen belangstelling van de huishoudens voor beleggingen in ander vastgoed, bovenop de eigen woonst, komt ook tot uiting in de samenstelling van hun

reëel vermogen. In hun portfolio werd het aandeel van ander vastgoed, naast de eigen woonst, tussen 2010 en 2014

GRAFIEK 11 SAMENSTELLING VAN HET VASTGOEDVERMOGEN EN DE HYPOTHECAIRE SCHULD VAN DE HUISHOUDENS

(procentueel aandeel in de totale waarde van het vastgoedvermogen en de hypothecaire schuld)



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014).

groter. Het gewicht van dat ander vastgoed in de totale vastgoedeigendom nam toe van 18,8% tot 22,4%.

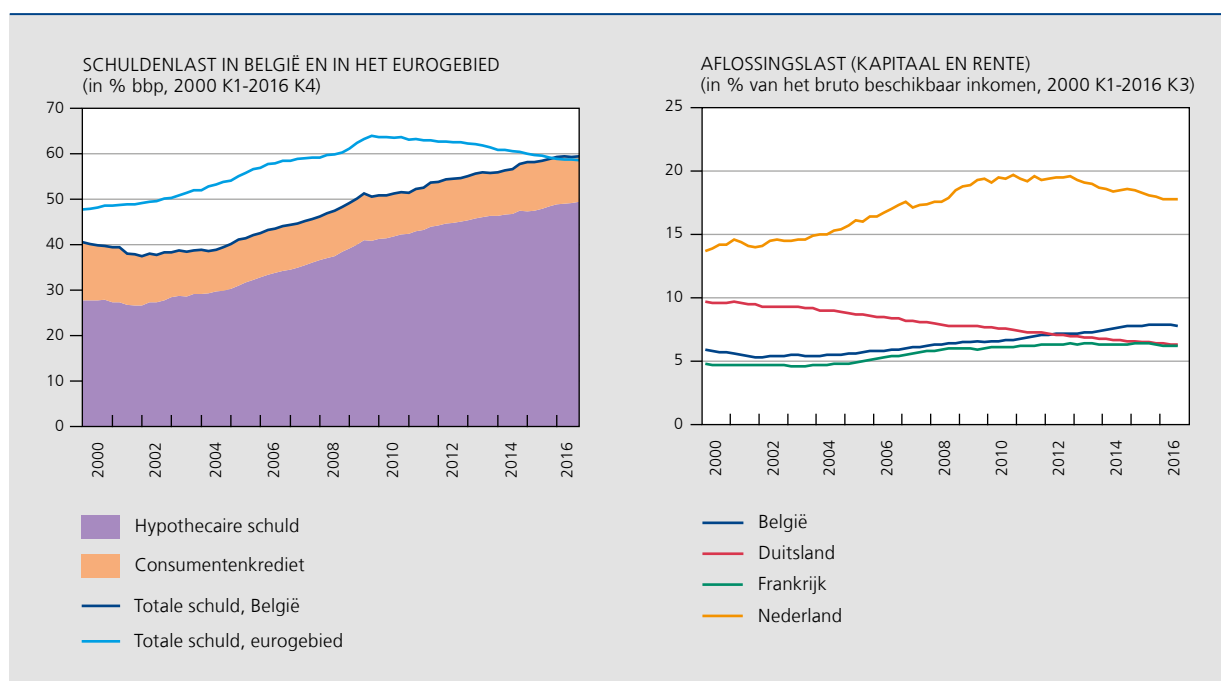
In overeenstemming met het verloop van de investeringen in ander vastgoed en met het toegenomen belang van die activa in het vermogen, veranderde de schuld van de huishoudens tussen 2010 en 2014 ook enigszins qua samenstelling. Het hypothecair krediet voor ander vastgoed, naast de eigen woonst, maakte in de schuld van de huishoudens in 2014 een groter aandeel (15,7%) uit dan in 2010 (10,6%).

Ander vastgoed, bovenop de eigen woonst, wordt dus voortaan belangrijker in de portfolio van huishoudens. Daarmee gepaard gaand, nemen de hypothecaire kredieten voor dat ander vastgoed een groter deel in de totale uitstaande hypothecaire schuld. De zoektocht naar zekerheid en rendement die hieraan ten grondslag ligt, kan deels ook versterkt geweest zijn door de gunstige fiscaliteit. Zo kunnen middelen afkomstig uit fiscale regularisaties en uit het buitenland gerepatrieerde bedragen naar deze beleggingen zijn gevloeid. Overigens worden de inkomsten uit die beleggingen relatief gunstig belast, op basis van het kadastraal inkomen indien ze als tweede verblijf dienen of verhuurd worden als woonst. Enkel indien het vastgoed voor beroepsdoeleinden wordt verhuurd, worden de werkelijke huuropbrengsten belast. Van die inkomsten kunnen bovendien de interesten voor de hypothecaire lening worden afgetrokken.

Zoals blijkt uit de resultaten van de HFCS-enquête gingen de huishoudens steeds meer schulden aan om hun investeringen in woningen en hun transacties op de secundaire vastgoedmarkt te financieren. Sinds 2005 is hun schuldgraad in verhouding tot het bbp vrijwel ononderbroken gestegen. In het derde kwartaal van 2016 bedroeg hij bijna 60% bbp. Het zijn vooral de vastgoedenleningen die verantwoordelijk zijn voor de stijging van de totale schuldenlast van de huishoudens in België. Tussen 2005 en 2016 bleef de schuld die verband houdt met andere kredieten immers vrijwel stabiel in procenten bbp en droeg deze niet meer bij tot de toename van de totale schuldenlast. Uit een geaggregeerd oogpunt heeft die tendens nog geen twijfels doen rijzen over de houdbaarheid van de schuld van de Belgische huishoudens. Op macro-economisch vlak blijven deze laatste solvabel (maar kwetsbaar voor prijsveranderingen), aangezien de toename van de schuldratio (schulden gerelateerd aan de activa) gepaard ging met een – zij het matiger – stijging van hun vermogen (vastgoed en financiële activa). Bovendien blijft hun netto financieel vermogen (het financieel vermogen min de schuld) op een hoog peil (251% bbp aan het einde van 2016).

De rentedaling heeft vanaf 2008 trouwens een deel van de toename van de aflossingslast opgevangen. De aflossingslast van de huishoudens in België groeide de afgelopen jaren immers aanhoudend als gevolg van de

GRAFIEK 12 SCHULDENLAST VAN DE HUISHOUDENS



Bronnen: BIB, ECB, NBB.

stijging van de schuldenlast. Vanaf 2005 is dat toe te schrijven aan de aangroei van de schuld van de huishoudens (door het aangaan van nieuwe kredieten), terwijl de rentelasten vanaf 2008 licht afnamen door het lage rentepeil. Die ontwikkeling staat in contrast met de situatie in de buurlanden, waar de aflossingslast sinds verscheidene jaren terugloopt ten opzichte van het bbp (Duitsland, Nederland) of zich stabiliseert (Frankrijk). In België bedroeg de aflossingslast in 2016 gemiddeld 7,9% bbp, een historisch recordpeil, tegen 6,3% in Duitsland, 6,2% in Frankrijk en 17,8% in Nederland (waar een groot deel van de hypothecaire kredieten een vaste looptijd heeft; dit zijn zogenaemde bulletkredieten, waarvoor het kapitaal pas op de vervaldag van de lening wordt terugbetaald en niet via een maandelijkse afbetaling, wat de hoge aflossingslast verklaart, die het kapitaal omvat).

Aangezien de schuldenlast van de huishoudens toeneemt, is het zeer belangrijk het verloop van de wanbetalingsgraad op de kredieten aan particulieren te volgen. Deze graad wordt met name gemeten als de verhouding tussen het aantal contracten met een betalingsachterstand en het totale aantal lopende overeenkomsten. Voor de hypothecaire leningen blijft de wanbetalingsgraad al verscheidene maanden relatief stabiel op een laag peil (rond 1,1%). Op dit ogenblik geeft die graad al met al geen specifiek risico aan, wat niet uitsluit dat

bepaalde categorieën van huishoudens meer onder druk kunnen staan. Enerzijds weerspiegelt het lage peil van die indicator het feit dat de Belgische huishoudens bij financiële moeilijkheden voorrang geven aan de aflossing (die vaak automatisch verloopt) van hun hypothecaire schuld, en zo nodig de afbetalingen van andere schulden uitstellen. Anderzijds omvat het waarschijnlijk ook de behoedzame kredietverlening door de banken, die rekening houden met de terugbetalingscapaciteit van de cliënten en de risico's beperken. De kredietinstellingen houden zich daarbij aan de aanbevelingen van de NBB over het beleid inzake hypothecaire kredietverstrekking, gelet op de voortbestaande kwetsbaarheden op de vastgoedmarkt (relatief groot percentage leningen met een hoog risicoprofiel).

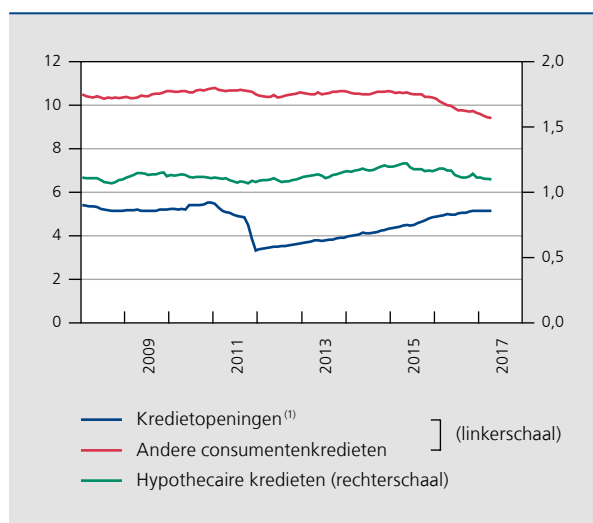
De wanbetalingsgraden per jaar van toekenning geven de verhouding weer tussen het aantal kredieten met een betalingsachterstand na een bepaalde tijd (zes maanden, een jaar, enz.) en het totale kredietaanbod tijdens het beschouwde jaar. In tegenstelling tot de voorgaande indicator houden ze geen rekening met mogelijke regularisaties. Bij een uitsplitsing naar krediettype (hypothecaire kredieten, consumentenkredieten, kredietopeningen) wijzen die indicatoren op een stabilisatie of een daling van de wanbetalingsgraden tijdens de afgelopen jaren, behalve voor de kredietopeningen, die echter niet aanzienlijk toenemen. Die situatie wordt bovendien gestaafd door de collectieve schuldregelingen, waarvoor het aantal lopende procedures met slechts 0,6% toenam in 2015 en terugliep in 2016 (2,2%) en 2017 (0,6% tijdens het eerste kwartaal van het jaar), terwijl die procedures tussen 2009 en 2011 met meer dan 10% op jaarbasis waren gegroeid.

Hoewel de algemene indicatoren inzake de wanbetalingsgraden geen aanleiding geven tot grote ongerustheid, kunnen niettemin twee specifieke punten worden aangestipt.

Het eerste punt betreft een eventuele rentestijging, die een opwaartse invloed zou hebben op de rentelasten van de schuld. Uit dat oogpunt blijft het risico op korte termijn relatief beperkt in België, aangezien tijdens de recente periode (2012-2016) het overgrote deel van de nieuwe hypothecaire contracten werd gesloten tegen een vaste rente of met een initiële rentevaste periode van tien jaar of langer. Van alle contracten die de laatste twintig jaar (januari 1997 tot december 2016) werden aangegaan, voldeed nagenoeg drie vierde aan dat criterium. Tussen 2012 en 2016 maakten ze ongeveer 85% van alle nieuwe contracten uit.

Een tweede te onderzoeken punt is een eventuele negatieve schok op de inkomens van de huishoudens (bijvoorbeeld een nieuwe toename van de werkloosheidsgraad).

GRAFIEK 13 WANBETALING OP KREDIETEN AAN HUISHOUDENS
(in % van het aantal kredieten)



Bron: NBB.

(1) De kredietopeningen vertonen eind 2011 een reeksbreuk, die het gevolg is van een uitbreiding van het toepassingsgebied van de Centrale voor kredieten aan particulieren. Sinds eind 2011 moeten alle toegestane debetsaldi op zichtrekeningen immers worden geregistreerd, terwijl dat tevoren niet het geval was.

De terugbetalingscapaciteit van de huishoudens zou daardoor dan ook afnemen. Hoewel het risico op wanbetaling, uit macro-economisch oogpunt, relatief gering is, geldt dat niet voor bepaalde categorieën van huishoudens met een bijzonder hoge aflossingslast ten opzichte van het inkomen. De aanbevelingen van de macroprudentiële toezichthouders zijn dus meer bepaald gericht op kredieten waaraan een groter wanbetalingsrisico verbonden is.

4. Verdelingseffecten van de lage rente

De lagerenteomgeving beïnvloedt de financiële positie van huishoudens op verschillende manieren. Om de gedifferentieerde impact van de lage rente te evalueren, wordt soms een sterk vereenvoudigend onderscheid gemaakt tussen huishoudens die sparen en huishoudens die lenen, waarbij de spaarders rente-inkomsten moeten derven en de ontleners hun kredieten gemakkelijker kunnen aflossen. De uiteindelijke effecten van de lage rente zijn echter dermate complex dat een al te eenvoudige analyse een sterk vertekend beeld kan geven. Zo kan het huidige lagerentebeleid ook bijdragen tot een stabiele financiële omgeving die de groei en de werkgelegenheid ondersteunt, waardoor het een impact heeft op de (bescherming van de) arbeidsinkomens van de huishoudens. Het onderscheid tussen spaarders, kredietnemers en loontrekkenden is trouwens slechts in beperkte mate relevant, aangezien huishoudens tot verscheidene categorieën kunnen behoren.

De gegevens van de HFCS maken het mogelijk de complexiteit van die materie eenvoudig te illustreren. De huishoudens die een arbeidsinkomen als loontrekkende hebben en daarnaast beschikken over een inkomen uit financiële activa (en dus interesten of dividenden ontvangen) of schulden aflossen (en dus interest betalen), vertegenwoordigen negen op tien van alle huishoudens. Nu blijkt dat een derde van de huishoudens tegelijkertijd tot de drie categorieën behoort: ze verdienen een loon, hebben financiële inkomsten en lossen schuld af. Bovendien heeft de overgrote meerderheid van de huishoudens die schulden aflossen, ook inkomsten uit financiële activa, en omgekeerd lost bijna de helft van de huishoudens die een inkomen uit financiële activa hebben, ook schulden af. Voorts hebben de meeste loontrekkenden ook financiële inkomsten. Deze bevindingen illustreren dat de bevolking niet eenvoudig kan worden verdeeld in groepen die al dan niet baat hebben bij een bepaald renteverloop. Veel spaarders met een inkomen uit financiële activa trekken ook een loon en/of lossen schulden af. Ze ondervinden dus ongunstige maar ook gunstige effecten van de lage rente. 'Winnaars' en 'verliezers' zijn niet altijd eenvoudig te onderscheiden.

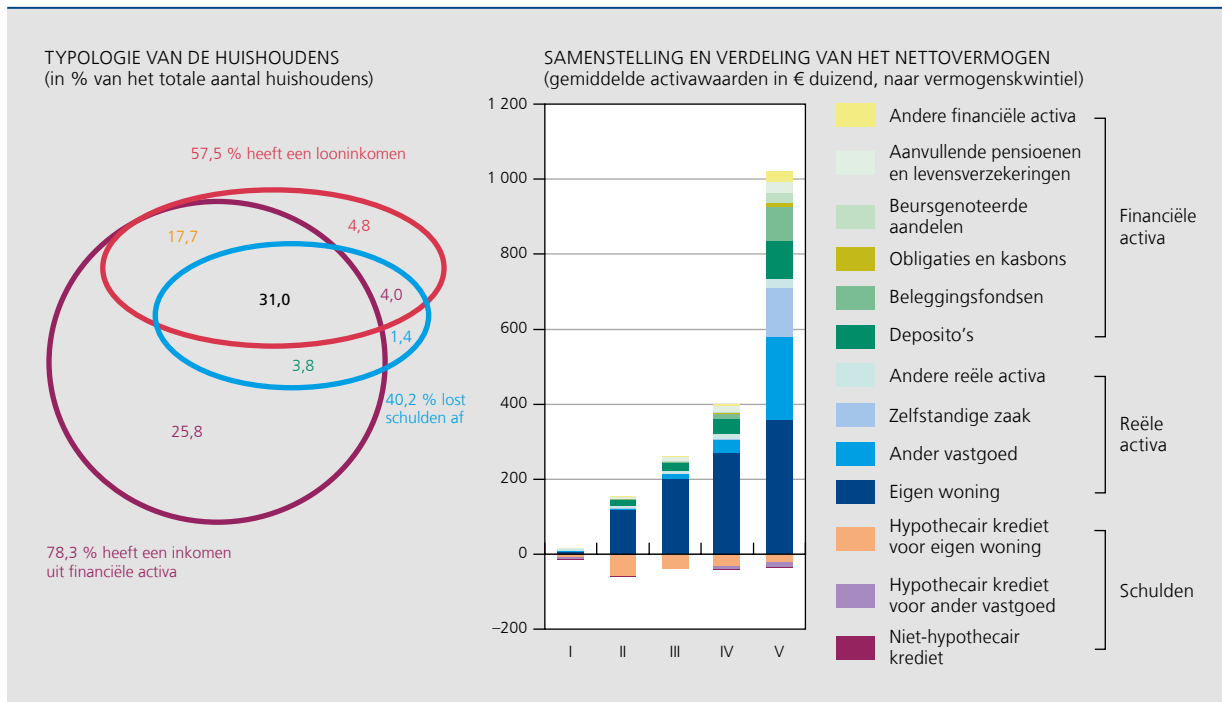
Dit gezegd zijnde, heeft de lagere rente wel degelijk negatieve inkomenseffecten aangezien ze de inkomsten uit financiële activa doet afnemen. Ze doet echter ook de waarde van obligaties en aandelen toenemen en sorteert daarmee positieve waarderingseffecten. Op deposito's geldt het gunstige vermogensverhaal van prijs versus rente echter niet: de waarde van activa met een korte looptijd is niet gevoelig voor rentewijzigingen. De lage rente beïnvloedt ook de vastgoedprijzen opwaarts, wat opnieuw een vermogenswinst inhoudt. In die zin kan vastgoed als een actief met een lange looptijd worden beschouwd. Het lagerentebeleid heeft ook bepaalde positieve inkomenseffecten omdat het de afbetaling van schulden vergemakkelijkt. Nieuwe kredieten worden goedkoper afgesloten; bestaande (hypothecaire) leningen met variabele rente hebben hier ook op een directe manier voordeel bij en de leningen met vaste rente kunnen dan weer geherfinancierd worden. In de mate dat de samenstelling en de omvang van het nettovermogen verschillen tussen (groepen van) huishoudens zal ook de impact van lage rente-inkomsten of -lasten en van positieve waarderingseffecten verschillend zijn voor die huishoudens.

De HFCS biedt de mogelijkheid om de samenstelling van het nettovermogen van de huishoudens te analyseren voor de hele verdeling van dat nettovermogen⁽¹⁾. We kunnen met andere woorden nagaan hoe het nettovermogen van rijke huishoudens is samengesteld in vergelijking met dat van minder rijke. Daartoe worden de huishoudens opgedeeld in vijf kwintielen naargelang de waarde van hun totale nettovermogen. De omvang en de samenstelling van het nettovermogen verschilt inderdaad aanzienlijk tussen de nettovermogenskwintielen. Het vermogen van de huishoudens in het laagste kwintiel dit zijn de 20% minst vermogende huishoudens is gering en bestaat veelal uit deposito's en uit andere reële activa (voertuigen of andere waardevolle voorwerpen). Het vermogen van de drie middelste kwintielen, wat we gemakshalve de middenklasse zouden kunnen noemen, bestaat vooral uit de eigen woning, aangevuld met voornamelijk deposito's en in mindere mate individuele aanvullende pensioenen en levensverzekeringen. Deze middenklasse heeft gemiddeld ook de grootste hypothecaire schuld uitstaan. De meer vermogende huishoudens uit het hoogste kwintiel bezitten een woning die gemiddeld meer waard is dan die van de lagere kwintielen, maar deze woning maakt een kleiner deel (minder dan de helft) uit van het totale vermogen van deze rijkere huishoudens. Hun rijkdom bestaat verder ook uit bijkomend vastgoed bovenop de eigen woonst en uit diverse financiële activa. Hypothecaire leningen die verbonden zijn aan de aankoop van ander vastgoed,

(1) Voor een beschrijving van de enquête en een analyse van de resultaten voor 2010 en 2014, zie Du Caju (2013, 2016).

GRAFIEK 14 COMPLEXE VERDELINGSASPECTEN VAN DE LAGE RENTE

(typologie van de huishoudens en hun nettovermogen in 2014)



Bron: NBB (HFCS 2010 en 2014).

worden vooral gesloten door huishoudens in het hoogste nettovermogenskwintiel.

Kijken we naar de concentratie van diverse activa bij de meest vermogende huishoudens, dan leert de HFCS dat in 2014 naar schatting 88,1% van de waarde van de beursgenoteerde aandelen in de portefeuille van Belgische huishoudens in handen was van de 20% huishoudens met het grootste totale nettovermogen. Daarnaast zijn ook deelnames in beleggingsfondsen en obligaties relatief sterk geconcentreerd bij het hoogste nettovermogenskwintiel, hoewel het kwintiel daaronder eveneens vertegenwoordigd is. Wat het vastgoed betreft, valt op dat bijkomend vastgoed bovenop de eigen woonst ook sterk geconcentreerd is bij de relatief rijke huishoudens. Zo zit 81,3% van de waarde van dergelijk vastgoed bij het hoogste nettovermogenskwintiel. De geobserveerde sterke concentratie van het aandelenvermogen of bezit van vastgoed bovenop de eigen woonst bij de rijkste 20% van de huishoudens geldt echter niet of minder inzake de (waarde van) de eigen woning en de aangehouden deposito's en beleggingen in individuele aanvullende pensioenen en levensverzekeringen. Deze vermogenscategorieën zijn duidelijk minder sterk geconcentreerd. Vastgoed als eigen woonst blijkt het minst geconcentreerde (meest gelijk verdeelde) actief. Slechts 37,5% komt toe aan de rijkste 20%. Deposito's en

individuele aanvullende pensioenen en levensverzekeringen zijn iets meer geconcentreerd, maar veel minder dan aandelen. Ze zijn verspreid over alle kwintielen, al hebben ze natuurlijk gemiddeld een kleinere waarde in het laagste vermogenskwintiel. Zo bevindt naar schatting 55% van de totale waarde van de deposito's zich bij het topkwintiel. Aangezien enquêtes de totale financiële rijkdom gewoonlijk onderschatten, is de concentratie van deze activa in werkelijkheid allicht sterker.

De hierboven geschetste samenstelling en verdeling van het vermogen kan enig licht werpen op welke groepen van huishoudens in welke richting beïnvloed worden door de lage rente en door de waarderingseffecten op hun activa. De resultaten lijken aan te geven dat de positieve waarderingseffecten zich voornamelijk manifesteren bij het hoogste vermogenskwintiel. Aandelen, obligaties en beleggingsfondsen komen bijna uitsluitend voor in het rijkste kwintiel waardoor deze ook eerder exclusief profiteren van de vermogenswinsten op deze effecten. Individuele aanvullende pensioenfondsen en levensverzekeringen die typisch een langere beleggingshorizon hebben en dus in waarde toenemen wanneer de rente zakt zijn wat meer uniform verdeeld over de hogere vermogenskwintielen. Vastgoed, en in het bijzonder de eigen woonst, is de belangrijkste vermogenscomponent voor

alle kwintielen. Zij hebben dus baat van de vermogenswinsten hierop maar het rijkste kwintiel heeft in absolute termen het grootste voordeel daar de waarde van het vastgoed in hun bezit het grootst is. Door de lage rente worden kredieten voor de verwerving van vastgoed goedkoper. Deze goedkopere woonfinanciering komt vooral ten goede aan de middelste nettovermogenskwintielen, aangezien in het laagste kwintiel slecht weinig gezinnen een hypothecaire lening of huis bezitten. Huishoudens in de middelste kwintielen hebben in absolute termen en in verhouding tot hun activa een grotere hypothecaire schuld dan de huishoudens uit het rijkste kwintiel.

Al met al zijn de verdelingseffecten van de lagerenteomgeving moeilijk in te schatten. De meest vermogende huishoudens verliezen door de lage rente inkomen uit financiële activa, maar profiteren ook het meest van de gerealiseerde meerwaarden. Vooral de huishoudens in de middelste kwintielen kunnen hun woonlening makkelijker financieren door de lagere rentelasten. Ze zien de rente op hun deposito's dalen maar de waarde van hun woonst toenemen. De minst vermogende huishoudens verliezen rente-inkomsten op hun spaargeld, als ze dat al hebben. Ze zijn slechts in kleine mate huiseigenaar, maar betalen in dat geval een lagere rente op hun lening.

Conclusie

Als reactie op de financiële crisis en de recessie die de wereldeconomie vanaf 2008 getroffen heeft, voerde de ECB een ultra-accommoderend monetair beleid. Dit kwam tot uiting in een nooit eerder geziene daling van de rentetarieven en grootschalige liquiditeitsinjecties, hetgeen eveneens heeft bijgedragen tot een stijging van de prijzen voor financiële activa en vastgoed.

Deze bijzondere omgeving had een invloed op het inkomen, het vermogen en het financieel gedrag van de huishoudens in België. Enerzijds heeft de rentedaling hun nettorente-inkomsten merkbaar aangetast, aangezien de renteopbrengsten zeer fors daalden terwijl de lasten van leningen al met al stabiel bleven in verhouding tot hun beschikbaar inkomen. Anderzijds boekten de huishoudens positieve waarderings-effecten op hun vermogen, wat het effect van de rentedaling op de inkomsten enigszins temperde.

Vanuit macro-economisch oogpunt beschouwd, heeft de daling van de financiële inkomsten het beschikbaar inkomen van de huishoudens tussen 2009 en 2016 vrijwel onafgebroken afgeremd. De huishoudens hebben hun consumptieve bestedingen niet in dezelfde mate afgeremd, maar ze hebben veeleer minder gespaard. Doordat de rentedaling de financiële inkomsten uitholde, fungeerde

ze in zekere zin als een herverdelingsmechanisme ten nadele van de huishoudens met een inkomen dat voor een groter deel afkomstig is uit vermogen en ten gunste van gezinnen die geen of weinig vermogensinkomsten hebben en hun middelen voornamelijk uit arbeid halen.

De micro-economische enquêtes bevestigen dat de lagerenteomgeving en de duurdere activa een uiteenlopend effect hebben gehad op de huishoudens, afhankelijk van het niveau en de samenstelling van hun vermogen. Zo hebben de meest begoede huishoudens, die over een groot financieel vermogen beschikken, het meest verloren als gevolg van de rentedaling, maar ook het meest geprofiteerd van positieve waarderings-effecten, anders gezegd van meerwaarden, op hun activaportefeuille. Huishoudens die tot de gemiddelde vermogenscategorie behoren en zeer vaak eigenaar zijn van hun woning, hebben vooral profijt getrokken van de lagere rentelasten, die de daling van de vergoeding voor hun spaarmiddelen ruimschoots compenseerden. Huishoudens uit de lagere vermogenskwintielen, tot slot, die minder vaak huiseigenaar zijn en slechts weinig of zelfs helemaal geen financiële spaarmiddelen ter beschikking hebben, werden naar verhouding minder beïnvloed door de lagerenteomgeving, zowel in positieve als in negatieve zin.

In verband met de samenstelling van de spaarmiddelen blijkt dat de nieuwe financiële beleggingen steeds meer gericht waren op producten waarvan het risico hoger wordt geacht, wat de zoektocht naar rendement van de huishoudens ('search for yield') weerspiegelde. Tegelijkertijd bleef ook de netto-inbreng op rekeningen en deposito's positief, wat wees op een hoge mate van onzekerheid. Die laatste beleggingen spelen in op de behoeften van de particulieren aan voorzorgssparen en wijzen er misschien ook op dat deze laatsten hun beleggingen uitstellen in afwachting van betere kansen.

De lagerenteomgeving heeft eveneens de vastgoedinvesteringen van de huishoudens gestimuleerd. Vooral de investeringen in bijkomend vastgoed, bovenop de eigen woning, zijn toegenomen. De financiering van de bijkomende investeringen heeft ertoe geleid dat de schuldenlast van de huishoudens is gestegen.

Deze ontwikkelingen zouden bepaalde risico's kunnen inhouden, zoals het wanbetalingsrisico op kredieten dat voortvloeit uit een negatieve schok op de inkomens van de huishoudens, of het renterisico dat verband houdt met een rentestijging die de afbetalingslasten op hun schulden zou verzwaren. Die risico's kunnen sommige categorieën van huishoudens en bepaalde krediettypes, waarvoor de macroprudentiële autoriteiten specifieke aanbevelingen hebben geformuleerd, harder treffen.

Bibliografie

Basselier R. en G. Langenus (2014), 'Recente veranderingen in het spaargedrag van de Belgische huishoudens: het effect van de onzekerheid', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 57-67.

Baugnet V. en L. Dresse (2011), 'Verloop van de particuliere consumptie tijdens de afgelopen drie jaar', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 47-59.

Bean C. et al. (2015), *Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates*, CEPR, Geneva Reports on the World Economy 17.

Burggraeve K. en P. Jeanfils (2005), *Noname – A new quarterly model for Belgium*, NBB, Working paper research 68.

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

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

Du Caju, Ph. (2016), 'De vermogensverdeling in België: eerste resultaten van de tweede golf van de Household Finance and Consumption Survey (HFCS)', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 27-44.

ECB (2016), *Savings and investment behavior in the euro area*, Occasional Paper Series 167, January.

Analyse van het verloop van de woningprijzen: is de Belgische markt overgewaardeerd?

Ch. Warisse

Inleiding

Het rigoures volgen van de vastgoedmarkt is een essentieel onderdeel van de macro-economische analyse alsook van het macroprudentieel beleid. Het ontstaan van spanningen op de hypotheekmarkt kan immers de financiële stabiliteit ondermijnen, zoals het geval was in de Verenigde Staten tijdens de subprimecrisis die algemeen wordt beschouwd als een van de voorlopers van de wereldwijde economische en financiële crisis van 2008 en de daaropvolgende jaren. De ervaring van sommige Europese landen, meer bepaald Spanje en Ierland, leert bovendien dat evenwichtsverstoringen op de vastgoedmarkt conjunctuurvertragingen kunnen veroorzaken en verspreiden. De in 2008 begonnen grote recessie heeft er dus aan herinnerd hoe belangrijk de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt zijn; sedertdien krijgen die ontwikkelingen dan ook bijzondere aandacht. Bijvoorbeeld: het verloop van de woningprijzen maakt een integraal deel uit van het scorebord van de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden (MIP) van de Europese Commissie, en dit reeds sedert die procedure in 2011 werd opgezet.

Behalve het louter volgen van het prijsverloop, houdt de constante monitoring van de vastgoedmarkt tevens de beoordeling in van de aan die markt verbonden risico's, vooral in geval van een aanzienlijke daling

van de vastgoedprijzen. Tegen die achtergrond is het opsporen van eventuele vastgoedzeepbellen een belangrijk element van onze analyse geworden. Om na te gaan in welke mate de vastgoedprijzen afwijken van hun evenwichtsniveau, met andere woorden in welke mate de markt eventueel onder- of overgewaardeerd is, beschrijft de empirische literatuur een aantal methoden om de waardering van de vastgoedmarkten te beoordelen. Die methoden kunnen in twee grote categorieën worden ingedeeld, de zogeheten statistische en econometrische methoden. De econometrische methoden, die onze voorkeur wegdragen, verklaren het verloop van de vastgoedprijzen door hun belangrijkste determinanten, waaronder de inkomens van de huishoudens, de hypotheekrentes en de demografische ontwikkelingen.

De vastgoedmarkt kan risico's inhouden voor de financiële stabiliteit en voor de nationale economie, in die zin dat de Belgische financiële sector er op niet te verwaarlozen wijze aan zou worden blootgesteld vermits de hypothecaire kredieten en deze bestemd voor de Belgische niet-financiële ondernemingen die actief zijn in de bouwsector en in vastgoedactiviteiten een aanzienlijk deel uitmaken van het actief van de banken, respectievelijk 18 % (of € 187 miljard⁽¹⁾) en 3 % (of € 34,5 miljard) eind december 2016.

In dit artikel, waarin enkel de woningmarkt wordt beschouwd⁽²⁾, worden de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt, in het bijzonder de reeds gedurende verscheidene decennia opgetekende prijsstijging, gedetailleerd geanalyseerd. In het eerste – veeleer beschrijvende – deel wordt, op basis van de beschikbare statistieken, het verloop van de woningprijzen in België, alsook in Europa,

(1) Dat bedrag stemt overeen met het aandeel van de Belgische hypothecaire leningen in het balanstotaal van de negen banken die voor dat type portefeuilles de IRB-benadering toepassen. Die banken maken in België meer dan 90 % van de hypothecaire kredietmarkt uit.

(2) Aangezien wij over weinig kwaliteitsvolle gegevens beschikken betreffende de markt voor commercieel vastgoed, is het op dit ogenblik zeer moeilijk, zelfs onmogelijk, een analyse te maken vergelijkbaar met die van de woningmarkt.

geanalyseerd. In het tweede deel worden de verschillende benaderingen overlopen volgens welke de waardering van de vastgoedmarkten wordt beoordeeld alsook de fundamentele prijsdeterminanten. Het artikel wordt afgesloten met de voornaamste conclusies.

1. Verloop van de woningprijs in België en in Europa

1.1 Verloop van de vastgoedprijzen in Europa

Vóór de economische en financiële crisis van 2008 hadden de woningprijzen in bijna alle Europese landen decenia lang een duidelijk opwaartse tendens. Vaak schommelden ze echter rond die tendens, zodat zich diverse cycli gingen aftekenen.

De opwaartse fase die zich tussen de tweede helft van de jaren negentig en 2007 in de OESO-landen voordeed, was volgens Baugnet *et al.* (2011) opmerkelijk doordat ze op een aantal punten scherp afstak tegen de vorige gemiddelde cyclus⁽¹⁾:

- ze was gespreid over een tiental jaren (van eind 1996 tot begin 2007), terwijl een volledige cyclus tevoren slechts 6,5 jaar duurde, waarvan 3,5 jaar voor de loutere opwaartse fase;
- ondanks enkele verschillen tussen de landen, bleek de stijging aanzienlijk te zijn vermits de prijzen met gemiddeld 44 % opliepen, tegen 15 % tevoren;
- de stijging van de vastgoedprijzen was kennelijk meer algemeen en ze verliep ook synchroner dan tijdens de voorgaande cycli;
- ze stond blijkbaar ook los van de economische conjunctuur in die zin dat de prijzen gestaag bleven stijgen ondanks de vertraging van de economische bedrijvigheid aan het begin van de jaren 2000.

(1) Baugnet *et al.* (2011) baseren hun analyse op de OESO-statistieken met betrekking tot de reële prijzen, met andere woorden de nominale prijzen gedeleerd aan de hand van de deflator van de particuliere consumptie afkomstig van de nationale rekeningen, teneinde de invloed van het algemene prijspeil te neutraliseren.

Start men de analyse in het jaar 2000, dan zijn de reële woningprijzen in België, vooral vanaf 2005, onmiskenbaar forser gestegen dan gemiddeld in het eurogebied. De

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN DE REËLE WONINGPRIJZEN VOOR EEN SELECTIE VAN EUROPESE LANDEN

(indexcijfers 2000 = 100)



Bronnen: OESO, NBB.

gemiddelde groei in het eurogebied verhuult evenwel een sterke heterogeniteit tussen de landen omdat de vastgoedcycli tijdens de in de loop van 2007 ingezette neerwaartse fase duidelijk minder synchroon verliepen. Zo kunnen drie grote landengroepen worden onderscheiden (zie grafiek 1):

- de eerste groep, waarvan België en Frankrijk deel uitmaken, werd verscheidene decennia lang gekenmerkt door een duidelijke stijging van de woningprijzen die tijdens de economische en financiële crisis van 2008 evenwel niet uitmondde in een echte neerwaartse correctie. Inderdaad, de daling van de reële vastgoedprijzen is in België zeer beperkt gebleken ten opzichte van die in een groot aantal andere Europese landen, zowel qua omvang (–1,2 %) als qua duur (slechts twee opeenvolgende kwartalen);
- de tweede groep bestaat uit landen die zich voornamelijk in de periferie van het eurogebied bevinden en waar de sterke stijgingen van de vastgoedprijzen vóór de grote recessie werden opgevolgd door forse en persistente dalingen;
- in een beperkt aantal landen, ten slotte, was het profiel van het prijsverloop voor woningen tijdens de voorgaande decennia duidelijk verschillend van dat in de twee andere groepen. In Oostenrijk en Duitsland begonnen de prijzen immers later te stijgen, respectievelijk vanaf 2004 en 2009, terwijl ze in Portugal vanaf de tweede helft van 2001 een neerwaartse tendens lieten optekenen.

Sedert enkele jaren lijken de woningprijzen in bijna alle Europese landen opnieuw te stijgen. Terwijl dat in Verenigd Koninkrijk en in de periferie van het eurogebied (Spanje, Ierland en Portugal) reeds in 2013 het geval was, en vanaf 2014 ook in Nederland, hebben Frankrijk en Finland de afgelopen twee jaar hun vastgoedprijzen immers zien oplopen. Daarnaast zijn de prijzen blijven stijgen in België, en in meerdere mate in Duitsland en vooral in Oostenrijk, waar sedert 2015 forse verhogingen worden geregistreerd. Wat Oostenrijk betreft, schrijven Albacete *et al.* (2016) de prijsverhoging toe aan het bovenste segment van de vastgoedmarkt alsook aan het steeds ruimere aandeel van aankopen in het kader van tweede verblijven of voor investeringsdoeleinden, ofschoon die aankopen ook te maken hebben met de aantrekkelijke buitenlandse vraag. In Duitsland zouden de woningprijzen en in het bijzonder de prijzen van appartementen, vooral stijgen in de grote stadscentra (Kajuth *et al.*, 2013). Omgekeerd blijven de prijzen in Griekenland en Italië dalen, zij het enigszins trager.

1.2 Verloop van de vastgoedprijzen in België

Volgens de door de Nationale Bank samengestelde indicator (zie Kader) vertonen de nominale woningprijzen

in België sedert 1973 een duidelijk opwaartse tendens. Op basis van jaargemiddelden zijn de prijzen gedurende slechts twee periodes gedaald. Eerst was dat tijdens de eerste helft van de jaren tachtig toen de prijzen met gemiddeld 2,7 % per jaar terugliepen en vervolgens, een kortere periode, tijdens de economische en financiële crisis; in 2009 werd een daling met 0,3 % opgetekend. De omvang van de prijsdalingen tijdens die twee periodes bleef echter ver verwijderd van die van de verhogingen die zich sedert de jaren zeventig hebben voorgedaan. De vastgoedprijzen stegen immers bijzonder krachtig tijdens de jaren zeventig, aan het einde van de jaren tachtig en ook tussen 2005 en 2007, toen de groeivoet de drempel van 10 % en meer bereikte⁽¹⁾. In totaal werden de nominale prijzen tussen 1973 en 2016 met een factor 12 vermenigvuldigd.

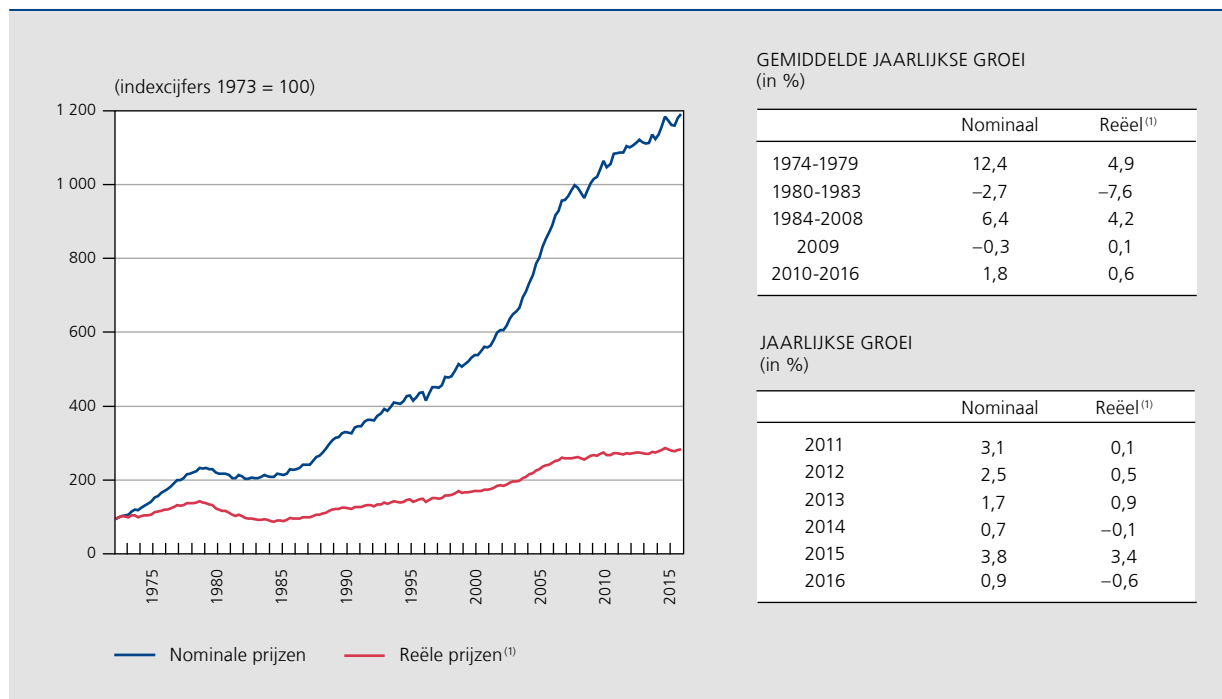
Ook de reële woningprijzen gaan sedert het begin van de jaren zeventig in stijgende lijn. Rekening houdend met het inflatieverloop, valt de langetermijndynamiek van de vastgoedprijzen niettemin duidelijk gematigder uit. Evenwel leek de prijsdaling aan het begin van de jaren tachtig in reële termen meer uitgesproken vanwege een hogere inflatie tijdens die periode. Omgekeerd valt de – in nominale termen reeds geringe – daling van de vastgoedprijzen tijdens de crisis van 2008-2009 duidelijk beperkter uit, gelet op de vertraging in de deflator van de particuliere consumptie. Over heel 2009 daalde die deflator trouwens met 0,7 % zodat de stijging van de reële woningprijs dat jaar positief bleef.

Wat de recente ontwikkelingen betreft, toont de indicator van de Nationale Bank een vertraging van de groei van de vastgoedprijzen. De groei van de woningprijzen, die in 2010 apert aantrok (+5,4 %) na een zeer lichte daling in 2009, is immers constant afgezwakt. In 2015 trok ze echter duidelijk weer aan, tot 3,8 % over het geheel van het jaar, en zulks ondanks de inkrimping van de woonbonus – vooral in het Vlaams Gewest – die in principe de prijsverhoging kan afremmen. In 2016 verzwakte de stijging van de vastgoedprijzen andermaal. Ze kwam op amper 0,9 % uit.

In reële termen is het profiel van het verloop van de woningprijzen licht verschillend aangezien de prijzen tussen 2011 en 2015 algemeen beschouwd sneller zijn gestegen vanwege de daling van de inflatie. Omgekeerd heeft de versnelde stijging van het algemene prijspeil in 2016 gezorgd voor een daling van de reële prijzen, namelijk met 0,6 %.

(1) Er zij aan herinnerd dat de statistieken van de vastgoedprijzen in 2005 een trendbreuk vertonen (zie Kader), zodat het stijgingstempo voor dat specifiek jaar (opwaarts) kan zijn vertekend. Wegens gebrek aan informatie kan de omvang van die impact echter onmogelijk worden gemeten.

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN DE WONINGPRIJZEN IN BELGIË



Bron: NBB.

(1) Gedefleerd aan de hand van de deflator van de particuliere consumptie uit de nationale rekeningen en aan de hand van de nationale consumptieprijsindex voor de periode voorafgaand aan 1980.

De woningprijzen hebben in elk van de drie gewesten van het land een duidelijke opwaartse tendens laten optekenen. Met uitzondering van enkele onderlinge verschillen, zoals in 2009 tijdens de economische en financiële crisis toen de prijzen in het Vlaams Gewest vrijwel stabiel bleven, terwijl ze in de beide andere gewesten licht terugliepen⁽¹⁾ heeft het verloop van de vastgoedprijzen algemeen beschouwd een homogeen profiel tussen de gewesten vertoond. De afgelopen decennia is de prijsstijging in het Brussels Gewest evenwel volatieler gebleken. Die bijzonderheid voor de hoofdstad valt deels te verklaren door het (bijna) uitsluitend stadse karakter ervan en door haar beperkte omvang in vergelijking met

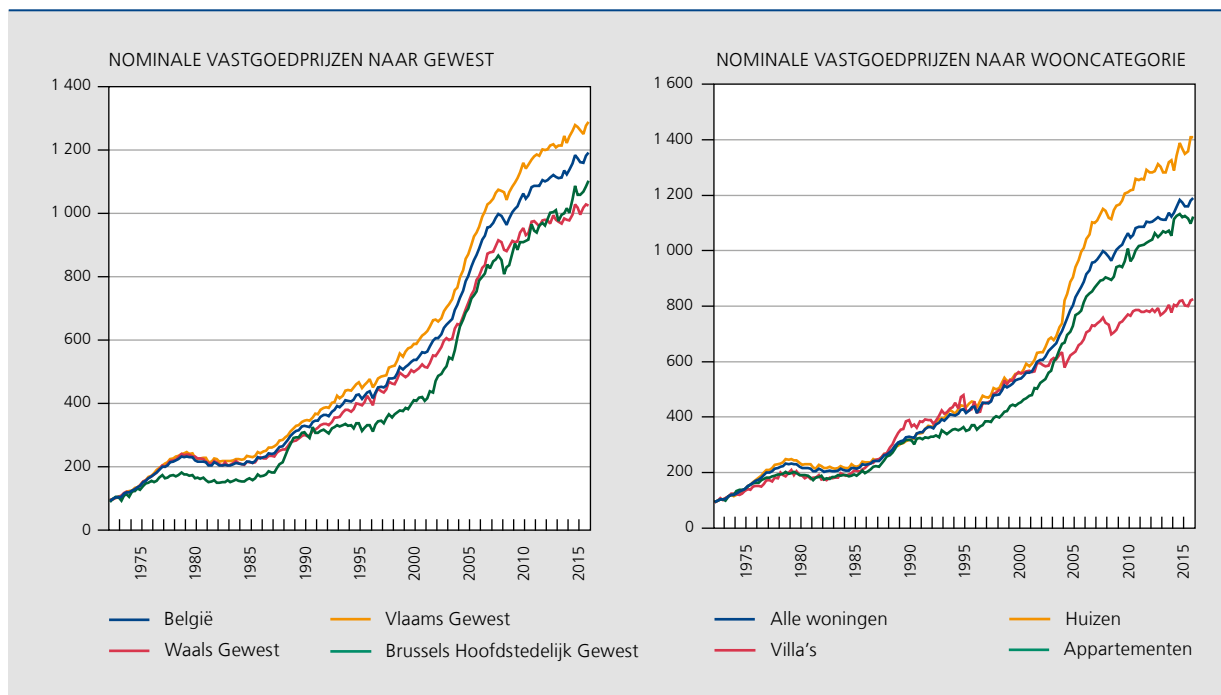
de andere gewesten, vanwaar een grotere gevoeligheid voor sommige wijzigingen, met name demografische. In 2016 vertraagde de stijging van de woningprijzen in alle drie de gewesten, zij het meer uitgesproken in het Vlaams Gewest.

De uitsplitsing van de vastgoedprijzen volgens wooncategorie wijst op een grotere heterogeniteit in het prijsverloop. De gewone woonhuizen en de appartementen zijn de twee wooncategorieën die reeds gedurende bijna twee decennia het sterkst hebben bijgedragen aan de stijging van de vastgoedprijzen. Omgekeerd is de prijs van villa's gedurende die periode meer gematigd gestegen.

(1) Het Vlaams Gewest heeft ook een prijsdaling laten optekenen tussen het laatste kwartaal van 2008 en medio 2009. Die daling was echter minder omvangrijk zodat de prijzen over heel 2009 zogoed als stabiel bleven (+0,2 %).

GRAFIEK 3 VERLOOP VAN DE NOMINALE WONINGPRIJZEN NAAR GEWEST EN WOONCATEGORIE

(indexcijfers, 1973 = 100)



Bron: NBB.

Kader – Indicatoren van de woningprijs

Er bestaan verscheidene indicatoren om het verloop van de woningprijzen in België te beoordelen. Die indicatoren, afkomstig van diverse bronnen (centrale bank, internationale instellingen, overheid, notarissen, vastgoedmakelaars, enz.), worden in de pers geregeld besproken en het verloop ervan loopt soms (enigszins) uiteen of is in een aantal gevallen zelfs tegenstrijdig. Die verschillen zijn in hoofdzaak toe te schrijven aan de gebruikte databanken en methodologieën. Op basis van de kenmerken (zoals de geografische dekking en de beschouwde periode) en de statistische kwaliteit van de indicatoren kunnen over het algemeen drie belangrijke bronnen worden onderscheiden.

1. Federale Overheidsdienst Economie

De eerste informatiebron is een driemaandelijks bijgewerkte databank van de Algemene Directie Statistiek (ADS) van de FOD Economie. De databank berust op de gegevens van de administratie van het Kadaster en omvat een reeks statistieken over vastgoedtransacties waar registratierechten op werden betaald. Het gaat dus uitsluitend om gegevens voor de secundaire markt, dat wil zeggen de markt van de bestaande woningen.

De gepubliceerde statistieken hebben betrekking op, onder meer, het aantal transacties, de totale oppervlakte van de percelen in kwestie alsook op diverse maatstaven van de prijzen van de verkochte woningen, zoals de gemiddelde en de mediaanprijs, aan de hand waarvan de verdeling kan worden geraamd. De gegevens worden bovendien uitgesplitst in drie grote vastgoedcategorieën, namelijk 'gewone woonhuizen', 'villa's, bungalows en

landhuizen', alsook 'appartementen, studio's en flats'⁽¹⁾. De geografische dekking en de beschouwde periode zijn bovendien zeer ruim, aangezien de gegevens tot op het gemeentelijke niveau beschikbaar zijn vanaf het eerste kwartaal van 1973.

Er zij opgemerkt dat tussen 2004 en 2005 een trendbreuk wordt opgetekend als gevolg van een ingrijpende wijziging in de gegevensverwerking.

2. Nationale Bank van België

Het gebruik van de gemiddelde prijs van de transacties heeft echter als nadeel dat de indicator gevoelig is voor wijzigingen in de samenstelling van de transacties. Daarom heeft de Nationale Bank ervoor geopteerd om te werken met een gewogen kettingindex die aan de hand van de door de FOD Economie gepubliceerde gegevens wordt berekend. Het verloop van die indicator kan derhalve worden geïnterpreteerd als een 'zuiver' prijseffect.

De indicator van de woningprijzen van de Nationale Bank is dus een kettingindex van het type Laspeyres, meer bepaald:

$$PI_t = PI_{t-1} \cdot \frac{\sum_{geo,type} N_{geo,type,t-1} * AP_{geo,type,t}}{\sum_{geo,type} N_{geo,type,t-1} * AP_{geo,type,t-1}}$$

waarbij PI overeenstemt met de prijsindex, N met het aantal transacties op de secundaire markt, AP met de gemiddelde transactieprijs, geo met het arrondissement en $type$ met de wooncategorie.

Om de indices te berekenen wordt er van de gegevens van de 43 administratieve arrondissementen in België vertrokken. Dit laat toe een voldoende fijne verdeling van de transacties te maken, zonder de representativiteit van de gegevens in het gedrang te brengen.

De indicator van de Nationale Bank wordt tot slot gecorrigeerd voor mogelijke wijzigingen in de structuur van de transacties. Concreet betekent dit dat meerdere indexcijfers kunnen worden samengesteld die worden uitgesplitst volgens twee dimensies, namelijk het geografisch niveau en de verschillende woningcategorieën⁽²⁾.

3. Europese Commissie

Ook Eurostat publiceert, via de ADS van de FOD Economie, een indexcijfer voor de woningprijzen in België. Deze indicator verschilt om twee belangrijke redenen van die van de Bank. Ten eerste omvat hij zowel de secundaire als de primaire markt, namelijk die van de nieuwbouw. Ten tweede wordt getracht om voor de bestaande goederen een correctie in te bouwen voor de veranderingen in de tijd in de kwaliteit van de woningen.

De reden voor de kwaliteitsaanpassing voor de secundaire markt is de sterke heterogeniteit van de vastgoedtransacties. Om die verschillen uit te vlakken, werd dus geopteerd voor de techniek van de hedonische regressie. Daartoe beschikt de ADS over een databank van de administratie van het Kadaster, die voor iedere transactie een reeks kenmerken van het verkochte goed omvat. Voorbeelden daarvan zijn het type van de constructie, het aantal kamers, de oppervlakte en de ligging van het gebouw.

(1) Ten behoeve van de leesbaarheid worden deze drie categorieën in de rest van het artikel respectievelijk afgekort tot 'huizen', 'villa's' en 'appartementen'.

(2) Op basis van dezelfde databank stelt de Nationale Bank ook indexcijfers samen voor het prijsverloop van bouwgronden. Die prijzen maken echter geen deel uit van het gemiddelde van de woningen als geheel.



Voor de nieuwbouwmarkt bestaan er geen prijsstatistieken als dusdanig. Tot 2013 werd het indexcijfer van de afzetprijzen in de bouwnijverheid als proxy gehanteerd. Sindsdien wordt het prijsverloop op de primaire markt geraamd op basis van de verkopen van woningen die tijdens de afgelopen vijf jaar werden gebouwd.

Het indexcijfer van Eurostat wordt, ten slotte, voorgesteld als een kettingindex van het type Laspeyres, waarvan de gewichten elk jaar worden aangepast. De geografische dekking en de beschouwde periode van die indicator zijn echter beperkter aangezien hij enkel beschikbaar is voor België als geheel en sinds 2005. Vanwege de toegepaste methodologie en de daarmee gepaard gaande uitgebreide gegevensverzameling inzake vastgoedtransacties, berust de indicator ook op een beperktere steekproef.

2. Maatstaven voor de waardering van de vastgoedmarkt

In België is het verloop van de vastgoedprijzen tijdens de afgelopen decennia reden tot bezorgdheid geweest. Die prijzen zijn immers zogoed als ononderbroken gestegen en de vertraging na de uitbraak van de economische en financiële crisis in 2008 bleek uiterst gering in vergelijking met heel wat andere Europese landen.

Om na te gaan of de prijzen afwijken van hun evenwichtsniveau, met andere woorden of de vastgoedmarkt mogelijk onder- of overgewaardeerd is, worden in de empirische literatuur een aantal methoden beschreven. Traditioneel worden voor de waardering van de markt twee grote categorieën van indicatoren onderscheiden, afhankelijk van de benadering die wordt toegepast om de evenwichtswaarde van de vastgoedprijzen te bepalen. De eerste, de zogenoemde statistische benadering, berust op het langetermijngemiddelde van ratio's van macro-economische variabelen, zoals de *price-to-income* of de *price-to-rent*, terwijl de tweede benadering op econometrische technieken steunt.

2.1 Statistische benadering

Algemeen beschouwd, bestaat de statistische benadering erin een verband te leggen tussen het verloop van de woningprijzen en dat van andere macro-economische variabelen. Voorbeelden van die indicatoren zijn de *price-to-rent* en *price-to-income* ratio's, waarin het verloop van de vastgoedprijzen wordt vergeleken met, respectievelijk, dat van de huurprijzen en dat van het beschikbaar inkomen van de huishoudens. De *price-to-income* ratio verschaft derhalve een maatstaf van de betaalbaarheid van woningen, terwijl het onderliggende idee van de *price-to-rent* ratio is dat iemand die huisvesting zoekt, een afweging maakt tussen aankoop of huur van een woning.

Het grootste voordeel van deze benadering is dat ze eenvoudig kan worden toegepast en berekend. Ze heeft evenwel ook een aantal beperkingen. Het gebruik van een langetermijngemiddelde als benadering voor de evenwichtswaarde van de vastgoedprijzen berust namelijk op de impliciete hypothese dat die waarde stabiel blijft in de tijd. Dat is een gewichtige hypothese aangezien de evenwichtswaarde onvermijdelijk wordt beïnvloed door veranderingen in de fundamentele determinanten van de vastgoedprijzen zoals de demografische ontwikkelingen, de voorkeuren van de individuen, de kenmerken van de hypothecaire contracten (leenquoteit, looptijd, enz.) en de fiscale behandeling ervan, alsook de kenmerken van de woningen. In deze benadering is de maatstaf voor de waardering van de vastgoedmarkt bovendien zeer gevoelig voor de keuze van de periode die wordt beschouwd om het langetermijngemiddelde te bepalen.

De *price-to-rent* en *price-to-income* ratio's wijzen doorgaans op een sterke overwaardering van de woningmarkt in België. Meer specifiek zou de overwaardering, op basis van de door de OESO gepubliceerde indicatoren, in het vierde kwartaal van 2016 respectievelijk 47% en 42% hebben bedragen. Zoals hierboven vermeld, hangt dat resultaat echter af van de periode die wordt gekozen om het langetermijngemiddelde te berekenen. Worden bijvoorbeeld enkel de tussen 2000 en 2016 beschikbare gegevens in aanmerking genomen, dan daalt de overwaardering voor de beide ratio's immers tot ongeveer 15% (zie grafiek 4).

Naast de meer algemene overwegingen hierboven, blijft elke ratio specifieke tekortkomingen vertonen. Zo wijzen Baugnet *et al.* (2011) op een belangrijk conceptueel verschil in de *price-to-rent* ratio, aangezien de prijs van de woningen (in de teller van de ratio) wordt berekend aan de hand van de nieuwe transacties op de secundaire markt en hij bijgevolg de huidige marktvoorwaarden weerspiegelt, terwijl de huurprijzen (in de noemer) in

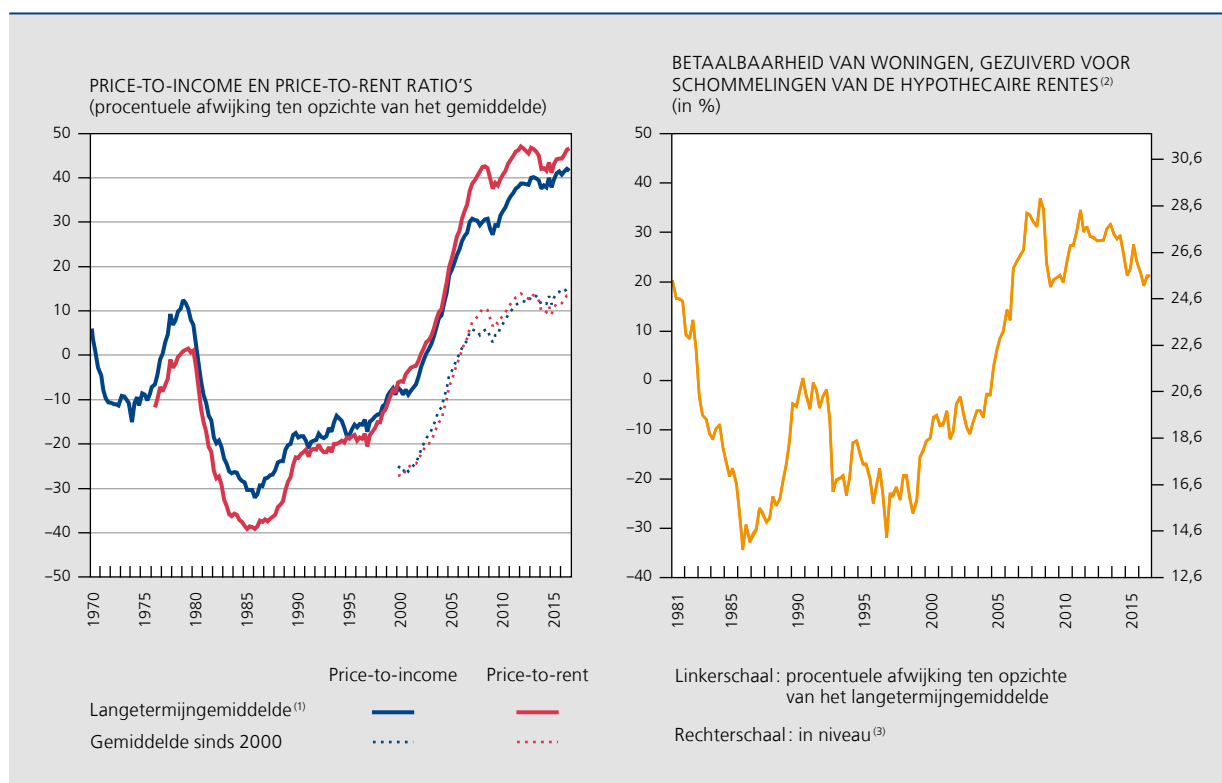
België overeenstemmen met de component 'huurgelden' van het indexcijfer van de consumptieprijzen en meestal het verloop van de huurgelden van de lopende huurovereenkomsten weergeven, veeleer dan die van de nieuwe contracten. Bovendien maakt de relatief geringe omvang van de huurmarkt⁽¹⁾ de *price-to-rent* ratio voor België minder relevant.

Zoals reeds vermeld, geeft de *price-to-income* ratio de betaalbaarheid van woningen weer. Aangezien de aankoop van een vastgoed doorgaans wordt gefinancierd door een lening, moet in een dergelijke analyse rekening worden gehouden met de toegang tot hypothecair krediet en meer bepaald met de afbetalingslast voor de eigenaar van een woning. Daartoe kan de *price-to-income* ratio worden gecorrigeerd teneinde rekening te houden met de schommelingen van de hypotheekrentes (interest-adjusted-affordability), aangezien deze laatste de leencapaciteit van de particulieren significant beïnvloeden. In de daartoe ontwikkelde indicator wordt de

afbetalingslast – de aflossing van kapitaal en interesten – van een hypothecaire lening voor de aankoop van een gebouw, gewaardeerd tegen de gemiddelde marktprijs, gerelateerd aan het gemiddeld beschikbaar inkomen van de huishoudens. Die maatstaf, welke steunt op een aantal technische hypothesen met betrekking tot, onder meer, de gemiddelde looptijd van een lening en de leenquotiteit, liet in de jaren 2000, en vooral tussen 2003 en 2009 een duidelijk stijgende tendens optekenen, voornamelijk vanwege de forse stijging van de vastgoedprijzen in die periode. Vervolgens ondervond de betaalbaarheid van woningen de impact van het uitbreken van de economische en financiële crisis: tot het voorjaar van 2010 daalde de indicator dankzij de lichte daling van de woningprijzen, in combinatie met de aanzienlijke verlaging van de rentetarieven, maar daarna steeg hij opnieuw tot eind 2011 als gevolg van de opnieuw gestegen vastgoedprijzen en het gematigde verloop van het inkomen van de huishoudens. Sedertdien zijn woningen over het algemeen betaalbarer geworden, vanwege een vertraging in de prijsstijging van woningen en een continue daling van de hypotheekrente. In 2016 beliep de gemiddelde afbetalingslast voor

(1) Volgens de OESO telde België in 2014 ongeveer 32 % huurders.

GRAFIEK 4 STATISTISCHE RATIO'S EN BETAALBAARHEID VAN WONINGEN



Bronnen: OESO, NBB.

(1) Gemiddelde tussen 1970 en 2016 voor de *price-to-income* ratio; gemiddelde tussen 1976 en 2016 voor de *price-to-rent* ratio.

(2) Die maatstaf berust op de technische hypothese dat een hypothecaire lening gemiddeld 20 jaar loopt en een leenquotiteit heeft die gelijk is aan 80 % van de waarde van het vastgoed.

(3) Uitgedrukt in niveau. Deze indicator stemt overeen met het gemiddelde aandeel van het beschikbaar inkomen van de huishoudens dat wordt besteed aan de aflossing van een hypothecaire lening.

een hypothecaire lening ongeveer 25% van het beschikbaar inkomen van de huishoudens (zie grafiek 4).

Wordt, net als voor de *price-to-income* en *price-to-rent* ratio's, de indicator van de betaalbaarheid van woningen uitgedrukt als procentuele afwijking van zijn langetermijngemiddelde, dan betekent zulks, met alle voorbehoud om de hierboven vermelde redenen, dat de vastgoedmarkt ongeveer 21% overgewaardeerd is, met andere woorden minder sterk dan wat algemeen blijkt uit de *price-to-income* en *price-to-rent* ratio's.

Ook de indicator van de betaalbaarheid van woningen heeft enkele beperkingen. Hij houdt immers geen rekening met het verloop van de voorwaarden van de hypothecaire leningen (quotiteit, looptijd, enz.), noch met de erop van toepassing zijnde fiscaliteit. Bovendien is het renteverloop op zich niet voldoende als maatstaf voor de toegankelijkheid van hypothecair krediet, ook al speelt het er een zeer grote rol in. De financiële instellingen kunnen immers besluiten hun kredietverleningsvoorwaarden voor dergelijke kredieten aan te scherpen, of omgekeerd, te versoepelen. Volgens de enquête naar de bancaire kredietverlening (Bank Lending Survey) zouden die voorwaarden tussen 2003 en 2007 duidelijk versoepeld zijn. Sindsdien hebben de banken hun kredietverleningsvoorwaarden voor hypothecaire leningen vrijwel constant aangescherpt.

In het algemeen, doordat de statistische indicatoren voor de marktwaardering slechts een beperkt aantal determinanten van de vastgoedprijzen in aanmerking nemen, kunnen zij het prijsverloop van woningen niet structureel beoordelen, gelet op de veelheid van factoren die dat verloop kunnen beïnvloeden.

2.2 Econometrische benadering

De tweede groep indicatoren op basis waarvan de waardering van de vastgoedmarkt kan worden beoordeeld, berust op econometrische technieken. Het is de bedoeling om aan de hand van fundamentele determinanten een evenwichtsprijs te ramen die als referentie kan worden gebruikt om eventuele afwijkingen van de opgetekende prijzen te bepalen. In de praktijk worden de residuen van een econometrische regressie gebruikt om de onder- of overwaardering van de markt te meten, aangezien die overeenstemmen met het deel van de afhankelijke variabele – namelijk de woningprijzen – dat niet door de verklarende variabelen te verklaren valt.

Het belangrijkste voordeel van deze methode is dat ze het mogelijk maakt om, anders dan in de statistische

benadering, vele van de determinanten van de woningprijzen in aanmerking te nemen, zowel aan de aanbod- als aan de vraagzijde. Om redenen van beschikbaarheid en kwaliteit van de gegevens blijven de empirische werkzaamheden in dit verband echter voornamelijk beperkt tot vraagfactoren, waarvan de belangrijkste doorgaans de inkomens van de huishoudens, de hypotheekrentes en de demografische ontwikkelingen zijn.

Ook aan deze methode zijn evenwel nadelen verbonden. Zoals Gallin (2003), Gurkaynak (2005), Girouard *et al.* (2006) en Klyuev (2008) aantonen, is het mogelijk dat de econometrisch geraamde relatie instabiel is en dat het verschil tussen de opgetekende prijzen en de evenwichtsprijs niet zozeer een maatstaf is voor de marktwaardering, maar kennelijk veeleer het resultaat is van het feit dat een of meerdere fundamentele determinanten worden weggelaten. Bovendien, zelfs indien het verschil nul is, kan er een latent risico bestaan als de prijsdeterminanten zich niet op hun lange-termijn evenwichtswaarde zouden bevinden, bijvoorbeeld historisch lage hypotheekrentes.

2.2.1 Bestaande benaderingen

Tal van indicatoren voor de waardering van de vastgoedmarkten zijn ontwikkeld op basis van een econometrische benadering. Die indicatoren verschillen doorgaans naargelang van de in het model geïntegreerde verklarende variabelen. Dat geldt onder meer voor de modellen die worden gebruikt door de internationale instellingen, zoals de Europese Centrale Bank (ECB), de Europese Commissie (EC) en het Internationaal Monetair Fonds (IMF).

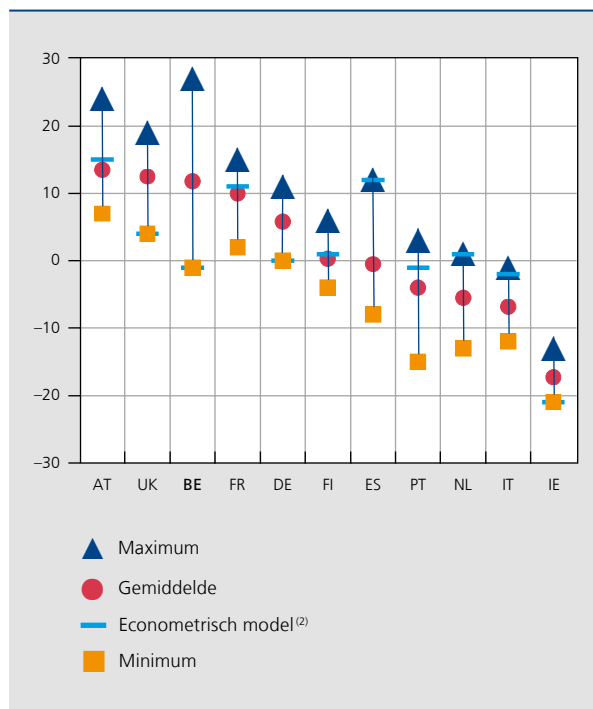
Bij de beoordeling van de Europese vastgoedmarkten maakt de ECB, naast de statistische *price-to-rent* en *price-to-income* ratio's ook gebruik van twee indicatoren op basis van econometrische technieken. Bij de eerste indicator wordt de *price-to-rent* geresseerd op een maatstaf van de lange rente (asset-pricing); het is daarbij de bedoeling het verloop van het rendement op een vastgoedbelegging (benaderd aan de hand van de *price-to-rent*) te toetsen aan dat van andere beleggingsmogelijkheden (benaderd door de langetermijn rente). De tweede indicator stemt overeen met de residuen van de regressie van de vastgoedprijzen op het gemiddeld beschikbaar inkomen van de huishoudens, de gemiddelde hypotheekrente en de woningvoorraad. De exacte specificatie van de vergelijking kan echter variëren volgens de kenmerken van het land in kwestie, alsook volgens de beschikbaarheid van de gegevens⁽¹⁾. Wat België betreft, houdt de vergelijking

(1) Het gaat dus niet om een panelraming. De vaste structuur daarvan zou immers ongeschikt kunnen blijken om de heterogeniteit in aanmerking te nemen die eigen is aan de Europese vastgoedmarkten.

bijvoorbeeld geen rekening met de woningvoorraad; ze is dus in zekere zin een indicator van de betaalbaarheid van woningen, aangezien alleen de inkomens van de particulieren en de hypotheekrente in aanmerking worden genomen. In het derde kwartaal van 2016 wees die indicator op een vrijwel neutrale marktwaardering, namelijk een afwijking van -1% ten opzichte van de evenwichtswaarde. Er zij opgemerkt dat de *price-to-income* en *price-to-rent* ratio's op een grotere overwaardering wijzen, die evenwel nog steeds lager uitvalt dan de resultaten die eerder werden verkregen via de databank van de OESO aangezien de ECB een kortere referentieperiode hanteert om de langetermijngemiddelden te berekenen. Uiteindelijk neemt de ECB het gemiddelde van die vier indicatoren in aanmerking om het waarderingsniveau van de vastgoedmarkten te bepalen. Voor België komt ze uit op een overwaardering van bijna 12% in het derde kwartaal van 2016 (zie Grafiek 5).

GRAFIEK 5 WAARDERING VAN DE WONINGMARKT VOLGENS DE BENADERING VAN DE ECB⁽¹⁾

(derde kwartaal van 2016, procentuele afwijking t.o.v. de evenwichtsprijs)



Bron: ECB.

(1) Deze ramingen berusten op vier verschillende benaderingen, namelijk de *price-to-rent* en *price-to-income* ratio's, alsook twee indicatoren op basis van econometrische regressies. De minima en maxima stemmen respectievelijk overeen met de laagste en hoogste ramingen van die vier methoden. Voor meer informatie, zie Kader 3 van het Financial Stability Review van de ECB van juni 2011 en van november 2015.

(2) Die indicator stemt overeen met de residuen van de regressie van de vastgoedprijzen op het gemiddeld beschikbaar inkomen van de huishoudens, de gemiddelde hypotheekrente en de woningvoorraad. Het aantal in aanmerking genomen variabelen in het model kan evenwel van land tot land verschillen.

Ook de beoordeling van de vastgoedmarkten door de Europese Commissie berust op het gemiddelde van meerdere indicatoren, namelijk de *price-to-rent* en *price-to-income* ratio's en de resultaten van een econometrisch model. Die resultaten stemmen meer bepaald overeen met de residuen van de regressie van de vastgoedprijzen op het beschikbaar inkomen van de huishoudens per capita, de hypotheekrente, het aantal inwoners en de investeringen in woongebouwen. De specificatie van het model varieert niet tussen de landen en bovendien worden ramingstechnieken van het paneltype gebruikt voor de landen die voor de hogervermelde variabelen over onvoldoende lange tijdreeksen beschikken. Voor België wijzen de *price-to-income* en *price-to-rent* ratio's, uitgedrukt als procentuele afwijking ten opzichte van hun respectieve gemiddelde sinds 1995, op een overwaardering van de vastgoedmarkt ten belope van 22% in 2015, terwijl volgens de indicator op basis van het econometrisch model de overwaardering amper 2% bedraagt. In totaal komt het gemiddelde van die drie indicatoren uit op een overwaardering van 15% .

Ook het IMF heeft econometrische technieken aangewend om zijn beoordeling van de Belgische vastgoedmarkt te onderbouwen (IMF, 2015). Daartoe wordt de woningprijs geregresseerd op vraagfactoren, namelijk het bbp per capita (als benadering van de inkomens van de huishoudens), de lange rente en de bevolking op arbeidsleeftijd. Ook het volume van het krediet aan de private sector wordt in rekening genomen, als benadering van de financiële ontwikkelingen. Terwijl de resultaten wijzen op een aanzienlijke overwaardering van de Belgische vastgoedmarkt in de jaren zeventig, wijken de huidige prijzen volgens de indicator niet sterk af van hun evenwichtswaarde.

In België hebben Smet en Van Gompel (2014) eveneens een indicator voor de waardering van de vastgoedmarkt ontwikkeld op basis van een econometrisch model. De woningprijs wordt meer bepaald geregresseerd op het beschikbaar inkomen van de huishoudens, de hypotheekrente en het aantal huishoudens. De auteurs hadden eveneens aanbodvariabelen opgenomen in de specificatie van het model, zoals de investeringen in woongebouwen of het aantal uitgereikte bouwvergunningen, maar die bleken uiteindelijk niet significant, zodat de woningprijzen uitsluitend door vraagfactoren worden bepaald. Op basis van deze indicator zou de vastgoedmarkt tussen 2006 en 2009 zowat 10% overgewaardeerd geweest zijn, voornamelijk als gevolg van de invoering van de woonbonus in 2005.

2.2.2 De Nationale Bank van België benadering

Ook de Nationale Bank hanteert een econometrische benadering om haar beoordeling van de woningmarkt in

België te staven. Haar indicator stemt meer bepaald overeen met de residuen van de regressie van de woningprijzen op een reeks fundamentele determinanten, namelijk het gemiddeld beschikbaar inkomen van de particulieren, de hypotheekrente, het aantal huishoudens en enkele binaire variabelen die de structurele veranderingen op de vastgoed- en hypotheekmarkt dienen weer te geven, met name de wijzigingen in de belastingregels voor hypothecaire leningen in 2005 en 2015. De nominale waarden van de vastgoedprijzen, de hypotheekrente en het beschikbaar inkomen van de huishoudens worden gedefleerd aan de hand van de deflator van de particuliere consumptie uit de nationale rekeningen teneinde de invloed van het algemeen prijsverloop te neutraliseren. Bovendien worden alle variabelen, met uitzondering van de hypotheekrente en de binaire variabelen, in logaritmische vorm uitgedrukt.

$$\log(hp_t) = \alpha_0 + \beta_1 \cdot \log(inc_t) + \beta_2 \cdot mir_t + \beta_3 \cdot \log(hh_t) + \beta_4 \cdot d_t^{2005} + \varepsilon_t$$

De voornoemde verklarende variabelen worden in de empirische literatuur doorgaans beschouwd als de voornaamste fundamentele determinanten van de vastgoedprijzen. Net als in Smet en Van Gompel (2014) werden in het model enkel vraagfactoren opgenomen, aangezien de geteste aanbodvariabelen, zoals de bruto-investeringen in woongebouwen, weinig significant bleken. Zoals bovendien wordt opgemerkt in Philipponnet (2016), lijkt het niet wenselijk een variabele betreffende het verloop van het hypothecair krediet toe te voegen om de langetermijntendensen van de

TABEL 1 WAARDERING VAN DE VASTGOEDMARKT: ECONOMETRISCHE BENADERING VAN DE NBB

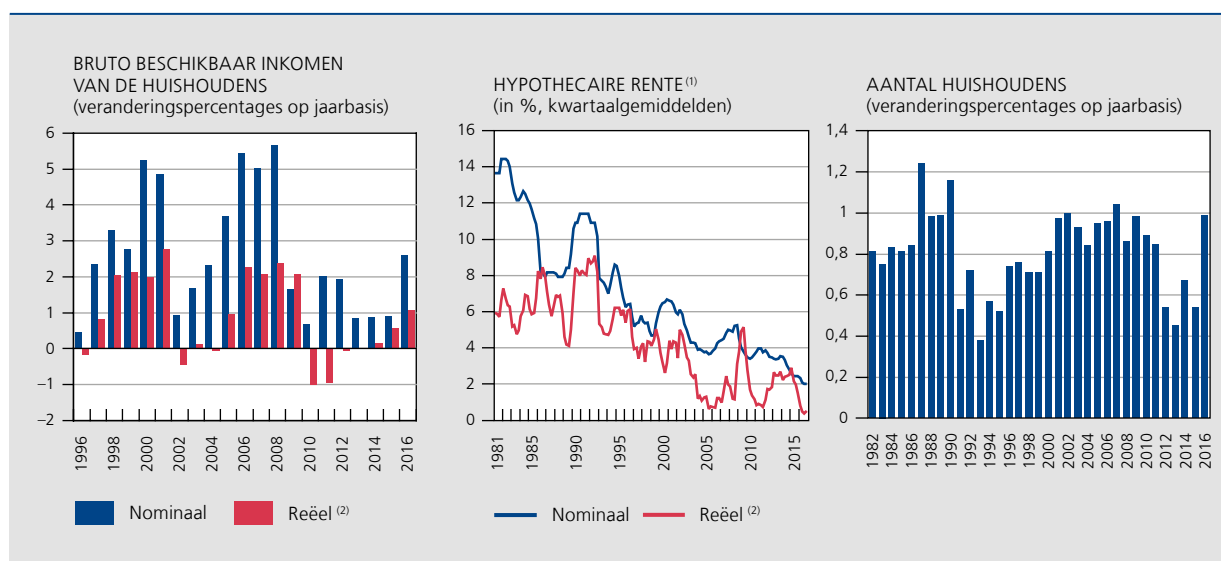
Namen van de verklarende variabelen	Coëfficiënten	t-stat
Constante	α_0 -28,62***	-4,80
Gemiddeld beschikbaar inkomen van de particulieren	<i>inc</i> 1,13***	4,69
Hypothecaire rente	<i>mir</i> -0,02***	-2,67
Aantal huishoudens	<i>hh</i> 2,16***	5,53
Binaire variabele vanaf 2005	d^{2005} 0,21***	5,06

Bron: NBB.
Toelichting: *** stemt overeen met een significantieniveau van 1 %.

woningprijzen te beoordelen, zulks vanwege de onderlinge wisselwerkingen tussen beide variabelen, waarbij de ene zowel oorzaak als gevolg is van de andere (Goodhart en Hofmann, 2008).

Ook volgens de in tabel 2 samengevatte resultaten van de regressie zouden die variabelen de fundamentele determinanten van de woningprijzen in België zijn, aangezien de geraamde coëfficiënten allemaal significant zijn en het verwachte teken vertonen. Bovendien wijst de test van Engel en Granger (1987) op een co-integratieverband tussen de variabelen.

GRAFIEK 6 BESCHIKBAAR INKOMEN, HYPOTHEEKRENTE EN DEMOGRAFISCHE ONTWIKKELINGEN



Bronnen: ADS, INR, NBB en eigen berekeningen.
(1) Gemiddelde rente op nieuwe contracten.
(2) Gedefleerd aan de hand van de deflator van de particuliere consumptie.

Ten eerste heeft de relatief snelle toename van het reëel beschikbaar inkomen van de huishoudens tussen 2005 en 2009 de vraag naar woningen en, derhalve, de stijging van de vastgoedprijzen ongetwijfeld ondersteund. Het beschikbaar inkomen van de particulieren is daarentegen gedurende de vier daaropvolgende jaren afgenomen, vooral door de scherpe daling van het inkomen uit vermogen in een lagerenteomgeving, maar ook, in mindere mate, door het loonmatigingsbeleid. Sinds 2014 is de groei van het reëel beschikbaar inkomen van de huishoudens echter opnieuw positief en trok het zelfs aan in 2016, dankzij onder meer het krachtige herstel op de arbeidsmarkt. In totaal stelde dat de particulieren in staat hun inkomensverwachtingen opwaarts bij te stellen en tegelijkertijd hun perceptie van de economische onzekerheid neerwaarts aan te passen. De hier geraamde elasticiteit van het beschikbaar inkomen van de particulieren belooft trouwens 1,1 (zie tabel 1), wat betekent dat een stijging van het gemiddeld beschikbaar inkomen van de huishoudens met 1 % de woningprijzen met 1,1 % doet toenemen. Dat strookt volkomen met de voor de OESO-landen verkregen resultaten, die doorgaans tussen 1 % en 2 % liggen (voor een overzicht van de literatuur, zie Girouard *et al.* (2006)).

Ten tweede is de daling van de hypotheekrente tijdens de afgelopen decennia zeker een factor geweest die de vastgoedmarkt ondersteunde omdat een rentedaling, *ceteris paribus*, de afbetalingslast voor een kredietnemer verlaagt en, derhalve, woningen betaalbaarder maakt. De hypotheekrentes, zowel de nominale als de reële, zijn sinds het begin van de jaren negentig immers gedaald. Vooral de nominale rentetarieven liepen sinds de in 2008 ingezette economische en financiële crisis vrijwel aanhoudend terug tegen de achtergrond van een accommoderend monetair beleid. Momenteel liggen ze rond de 2 %, wat een historisch minimum is. Wordt er rekening gehouden met het inflatiebeloop, dan volgt de reële rente een enigszins verschillend verloop aangezien ze tussen eind 2011 en begin 2015 opwaarts gericht was. Omgekeerd uitte de versnelling van de inflatie zich tijdens de afgelopen twee jaar in een scherpere daling van de reële rente, die eind 2016 trouwens een peil in de buurt van 0 % bereikte. Uit de resultaten van ons model blijkt dat een daling van de hypotheekrente met 1 % de woningprijzen met zowat 2 % doet stijgen (zie tabel 1). Dat past opnieuw in het door de empirische literatuur doorgaans vastgestelde interval, ook al kunnen de resultaten sterk variëren naargelang de gehanteerde definitie van de rentetarieven of de beschouwde geografische gebieden. De semi-elasticiteit van de rente ligt immers doorgaans tussen 0,4 % (Ott, 2014) en 7 % (Gattini en Hiebert, 2010). Er zij opgemerkt dat Smet en Van Gompel

(2014), die een voor België gekalibreerd model hantieren, een semi-elasticiteit van 2,8 % verkrijgen.

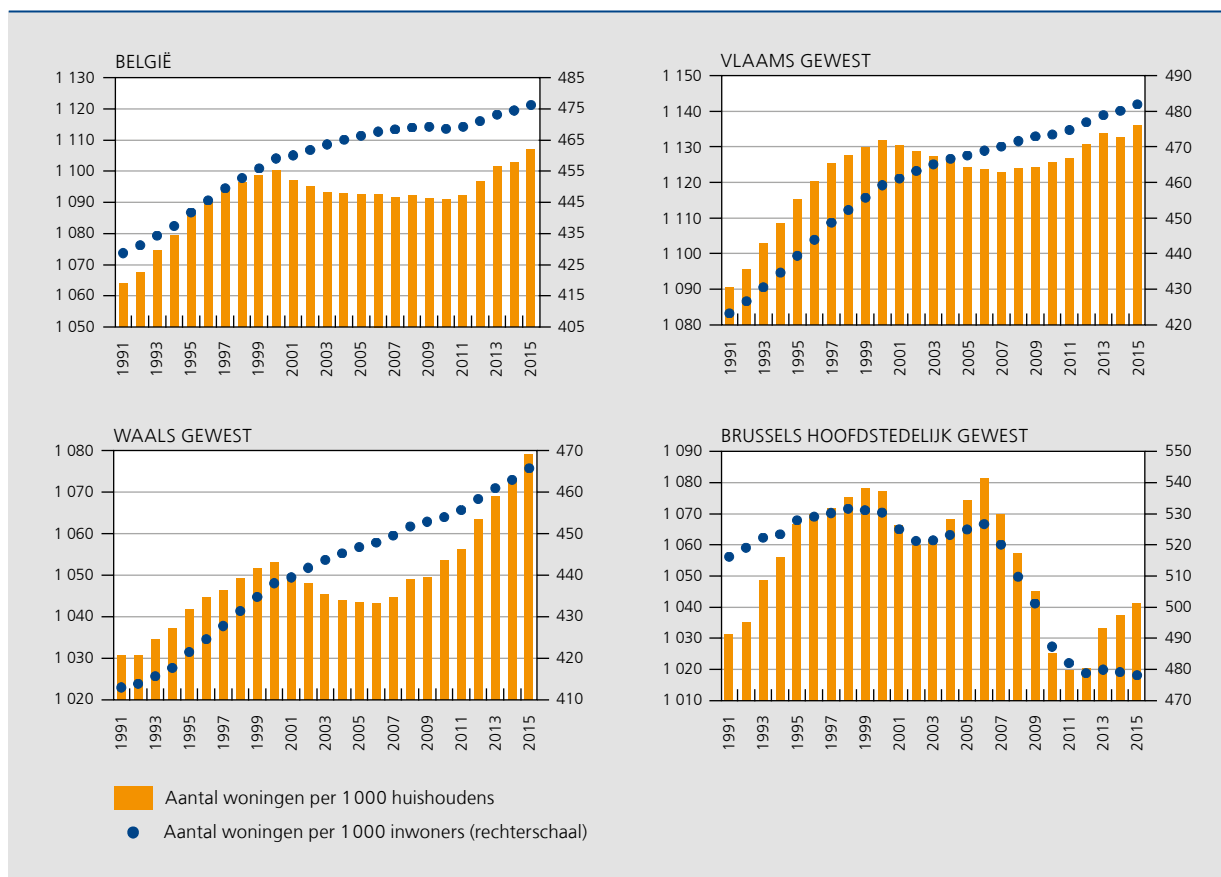
De reeds decennia lang aanhoudende groei van de Belgische bevolking heeft tot een forse stijging van de vraag naar woningen geleid en hij is bijgevolg een factor die de vastgoedprijzen op lange termijn beïnvloedt. Een verandering van het aantal inwoners komt echter niet noodzakelijk tot uiting in een even grote verandering van de vraag naar woningen. Huishoudens kunnen bij een geboorte immers in hun woning blijven als ze er over voldoende ruimte beschikken, terwijl de woning bij een overlijden niet vrijkomt als de eventuele overlevende partner besluit er te blijven wonen (Noppe en Van Gompel, 2012). Daarom lijkt het verloop van het aantal huishoudens relevanter te zijn om de impact van de demografie op de vraag naar woningen te beoordelen. De gemiddelde omvang van de huishoudens is tijdens de afgelopen decennia evenwel fors afgenomen, zodat het aantal huishoudens sterker is gegroeid dan de bevolking. Tussen 1980 en 2016 nam het aantal huishoudens in België naar schatting met meer dan 1,2 miljoen eenheden toe.

Zoals in Manceaux (2011) wordt aangestipt, hangt de invloed van de demografie op de woningprijzen niettemin af van de mate en snelheid waarin het aanbod aan die ontwikkelingen kan worden aangepast. Biedt de activiteit in de bouwnijverheid geen passend antwoord (bijvoorbeeld omdat de bouw van nieuwe woningen te lang duurt), dan neemt de druk op de woningprijzen daardoor toe.

Het woningbestand steeg tussen 1991 en 2015 evenwel met bijna 25 % (zie grafiek 7), wat erop wijst dat het aanbod zich doorgaans ruimschoots heeft aangepast aan de demografische ontwikkelingen, aangezien het aantal inwoners en het aantal huishoudens tijdens dezelfde periode met respectievelijk 12,4 % en 20,1 % toenamen. Er kunnen echter drie subperiodes worden onderscheiden. De eerste periode, gaande van de jaren negentig tot het jaar 2000, werd gekenmerkt door een forse stijging van het woningbestand ten opzichte van het aantal huishoudens. In de daaropvolgende periode tot 2010 sloeg de tendens om en stabiliseerde deze zich. Dit betekent dus dat het aantal beschikbare woningen afnam, wat allicht een van de factoren was die de stijging van vastgoedprijzen tijdens die periode ondersteunden, vooral tussen 2001 en 2007. Recentelijk is echter gebleken dat het woningbestand ten opzichte van de demografische ontwikkelingen sinds 2012 sterker is gegroeid.

Die resultaten gelden echter voor België als geheel. Hoewel het aanbod zich, algemeen beschouwd, lijkt te

GRAFIEK 7 OVEREENSTEMMING TUSSEN DE DEMOGRAFISCHE ONTWIKKELINGEN EN HET AANBOD VAN WONINGEN



Bronnen: ADS en eigen berekeningen.

hebben aangepast aan de stijging van het aantal huishoudens, kunnen de situaties in de gewesten onderling sterk verschillen. Het Brussels Hoofdstedelijk Gewest is in dat opzicht interessant, in die zin dat het groeiverschil tussen het woningbestand en het aantal inwoners of huishoudens er tussen 2007 en 2011 duidelijk negatief werd. Hoewel de laatste waarnemingen sinds 2013 positievere resultaten vertonen, compenseren die echter niet de ontwikkelingen uit het verleden. Dit wijst er bijgevolg op dat nieuwe woningen niet noodzakelijk worden gebouwd in de gebieden met de zwaarste demografische druk, meer bepaald Brussel, wat kan worden toegeschreven aan, onder meer, een tekort aan bouwgronden en aan striktere stedenbouwkundige voorschriften in die gebieden. Albrecht en Van Hoofstat (2011) wijzen in dat verband op het belang van de schaarstepremies, dat wil zeggen de extra prijs voor een woning die beschikbaar is in een gewest of een prijszone waar het aanbod van woningen lager is dan de vraag. De mismatch tussen de vraag naar en het aanbod van woningen lijkt dus wel degelijk een rol te spelen in het verloop van de vastgoedprijzen.

In de beide andere gewesten is de situatie kennelijk minder problematisch. In het Vlaams Gewest nam de bouw van nieuwe woningen sneller toe dan het aantal huishoudens. Tussen 2001 en 2007 deed zich een ommekeer voor, maar het groeiverschil bleef gering. In het Waals Gewest, ten slotte, groeide het woningbestand enkel tussen 2001 en 2006 minder snel dan het aantal huishoudens.

Ons model wijst op een positieve invloed van de demografische ontwikkelingen op de vastgoedprijzen aangezien de elasticiteit van het aantal huishoudens daarin wordt geraamd op 2,2, wat betekent dat een stijging met 1% van het aantal huishoudens leidt tot een toename met 2,2% van de vastgoedprijzen. Dat resultaat stemt trouwens overeen met de bevindingen van Smet en Van Gompel (2014) voor België.

Afgezien van de hierboven aangehaalde elementen, hebben ook bepaalde factoren die specifiek betrekking hebben op de belastingen op vastgoed tijdens de afgelopen decennia de stijging van de vastgoedprijzen in België ondersteund. In de eerste plaats zijn die belastingen tot

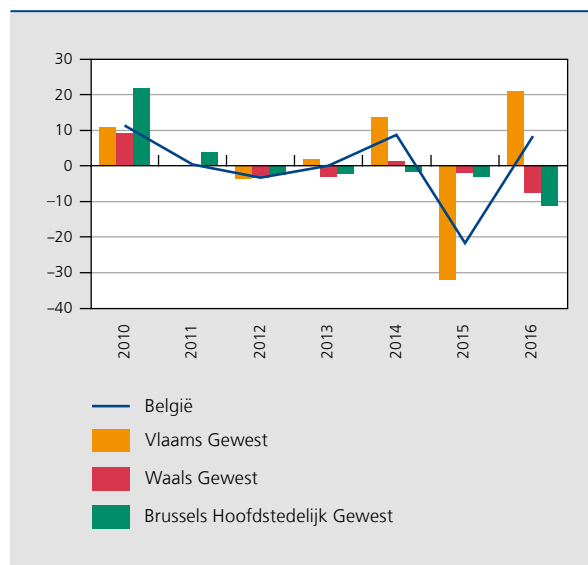
voor kort dusdanig veranderd dat ze de toegang tot hypothecair krediet en de activiteit op de secundaire markt bevorderen. Dat was vooral het geval in 2005 bij de hervorming van de belastingverlaging voor hypothecaire leningen voor de 'enige en eigen' woning (beter bekend als de 'woonbonus'), die het reeds bestaande belastingvoordeel voor de huishoudens die vastgoed bezitten, nog vergrootte. Volgens Hoebeeck en Inghelbrecht (te verschijnen), heeft de uitbreiding van de woonbonus in 2005 de vraag naar hypothecaire leningen aanzienlijk gestimuleerd en daardoor ook de vastgoedprijzen en de gemiddelde duur van de leningen (aangezien het belastingvoordeel daarvan afhangt). Voorheen⁽¹⁾ waren de registratierechten reeds verlaagd en had het Vlaams Gewest die rechten bovendien overdraagbaar gemaakt, teneinde de (jonge) huishoudens ertoe aan te zetten relatief vroeg in een eerste woning te investeren, zelfs al zouden ze later een duurder goed aankopen naarmate hun inkomen zulks mogelijk maakt.

Krachtens de zesde staatshervorming werd de belastingverlaging voor hypothecaire leningen echter een gewestelijke bevoegdheid en sinds 2015 begonnen de gewestelijke autoriteiten die maatregel te hervormen. De voorwaarden en de timing van de hervorming van de woonbonus lopen uiteen tussen de gewesten, maar beoogden in het algemeen het belastingvoordeel voor de huishoudens met een eigen woning terug te schroeven, inzonderheid in het Vlaams Gewest, zodat de bijdrage van die factor aan de groei van de vastgoedprijzen in principe zou moeten afnemen, ongeacht het gewest. Daarbij zij opgemerkt dat de hervorming van de woonbonus in het Vlaams Gewest leidde tot een forse stijging van het aantal transacties op de secundaire markt eind 2014, doordat tal van huishoudens, indien ze dat konden, de aankoop van een onroerend goed vervroegden om zodoende nog het gunstiger fiscaal voordeel van de federale overheid te genieten. De vastgoedactiviteit nam in 2014 trouwens enkel in dat gewest sterk toe (zie grafiek 8).

In het kader van een econometrisch model is het technisch moeilijk om rekening te houden met alle factoren die verband houden met de fiscaliteit en regelgeving van de hypothecaire markt en die het verloop van de vastgoedprijzen uiteindelijk zouden kunnen beïnvloeden. Daarom neemt de indicator van de Nationale Bank enkel de aanpassingen van de woonbonus in aanmerking, wat volgens de literatuur de grootste impact heeft gehad op de woningprijzen (Hoebeeck en Smolders, 2014;

(1) Aangezien dit een gewestelijke bevoegdheid betreft, ging die belastingwijziging in elk gewest op een verschillende datum in. Terwijl die maatregel in het Vlaams Gewest en het Brussels Hoofdstedelijk Gewest respectievelijk in 2002 en 2003 van kracht werd, nam het Waals Gewest pas in 2009 soortgelijke maatregelen.

GRAFIEK 8 AANTAL TRANSACTIES OP DE SECUNDAIRE MARKT
(veranderingspercentages op jaarbasis)



Bron: ADS.

Hoebeeck en Inghelbrecht, te verschijnen). Daartoe worden binaire variabelen toegevoegd vanaf 2005 en 2015, jaren waarin de belastingverlaging voor hypothecaire leningen respectievelijk werd versterkt en verminderd. Er zij echter op gewezen dat deze variabelen ook andere structurele veranderingen op de vastgoed- en hypotheekmarkt weerspiegelen, zoals de trendbreuk in de statistieken van de vastgoedprijzen in 2005 (zie Kader).

Uiteindelijk verschaft het verschil tussen de opgetekende vastgoedprijzen en de door het model geraamde evenwichtsprijzen, dat wil zeggen de residuen van de regressie, een aanwijzing over de over- of onderwaardering van de vastgoedmarkt. Volgens de indicator van de Nationale Bank zou de vastgoedmarkt geen lange periodes van overwaardering hebben vertoond, in tegenstelling tot wat de *price-to-income* en *price-to-rent* ratio's kunnen laten vermoeden, vooral indien deze laatsten berusten op gemiddelden die over een langere tijdspanne zijn berekend. De indicator van de Nationale Bank toont enkele periodes van overwaardering. Zo zijn de eerste helft van de jaren tachtig en het begin van de jaren 2000 twee periodes waarin de vastgoedprijzen fors stegen of net waren gestegen, zonder dat de fundamentele determinanten dat volledig konden verklaren.

De derde periode van overwaardering die aan de hand van de indicator werd vastgesteld, begon medio 2012 en duurt momenteel nog steeds voort. Het was echter in 2015 dat de overwaardering van de vastgoedmarkt

aanzienlijk toenam. Dat was toe te schrijven aan de sterke inkrimping van de woonbonus in 2015 in het Vlaams Gewest, waarvan in principe een neerwaartse druk op de woningprijzen kon uitgaan, aangezien zich tien jaar eerder het omgekeerde effect had voorgedaan bij de versterking van de belastingverlaging voor hypothecaire leningen. De vastgoedprijzen stegen in 2015 evenwel krachtig, wat de door het model geraamde overwaardering van de markt sterk opvoerde. Dit impliceert dus dat de prijsstijging niet volledig kon worden verklaard door de in het model opgenomen fundamentele determinanten, met inbegrip van de hypotheekrente, die verder terugliep. In dat verband zij gewezen op de indirecte impact die een aanhoudend laag rentepeil op de vastgoedmarkt kan hebben. Inderdaad, de aanzienlijke daling van de rendementen op tal van financiële beleggingen kan investeringen in onroerende activa relatief aantrekkelijker maken en, bijgevolg, de vraag naar woningen en de prijzen stimuleren.

Uit de ramingen voor 2016 blijkt echter dat de vastgoedmarkt minder sterk overgewaardeerd is, voornamelijk als gevolg van de sterke prijsvertraging. Het niveau van overwaardering bedroeg 7,8 % in het vierde kwartaal.

Daarbij zij opgemerkt dat een neutraal waarderingsniveau, wat betekent dat de prijzen volledig overeenstemmen met hun fundamentele determinanten, geen enkele aanwijzing geeft over het toekomstige prijsverloop en dus niet kan

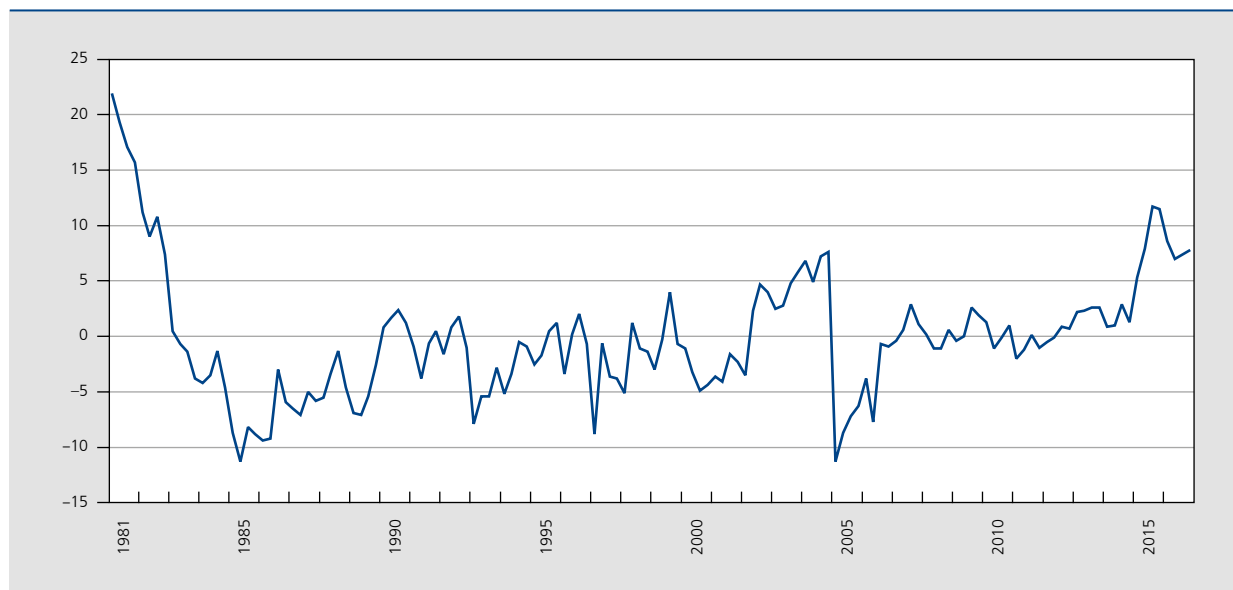
impliceren dat er geen risico bestaat voor de vastgoedmarkt. Mocht een van de fundamentele factoren immers aanzienlijk verslechteren, dan zouden de prijzen daardoor fors kunnen dalen. Dat zou onder meer het geval zijn, mocht de hypotheekrente plots toenemen of mochten de algemene macro-economische omstandigheden verslechteren.

Conclusie

In België is de woningmarkt tijdens de afgelopen decennia bijzonder dynamisch gebleken. De woningprijzen gingen immers vanaf het begin van de jaren zeventig duidelijk omhoog en er waren slechts twee, relatief korte, periodes waarin ze daalden, namelijk tijdens de eerste helft van de jaren tachtig en in 2009 tijdens de economische en financiële crisis.

Sindsdien zijn de vastgoedprijzen continu gestegen, zij het trager dan doorgaans het geval was vóór de grote recessie, zodat ze zogoed als stabiel bleven indien rekening wordt gehouden met het inflatieverloop. Niettemin was de prijsstijging in 2015 verrassend krachtiger, ondanks de aanzienlijke inkrimping van de belastingverlaging voor hypothecaire leningen (woonbonus) in het Vlaams Gewest. De indicator van de Nationale Bank wijst in 2016 echter op een sterke vertraging van de nominale prijzen en een lichte daling van de reële prijzen.

GRAFIEK 9 WAARDERING VAN DE WONINGMARKT VOLGENS DE BENADERING VAN DE NBB⁽¹⁾
(afwijking t.o.v. de evenwichtsprijs, in %)



Bron: NBB.

(1) Deze indicator stemt overeen met de residuen van de regressie van de woningprijzen op een reeks fundamentele determinanten, met name het gemiddeld beschikbaar inkomen van de huishoudens, de hypotheekrente, het aantal huishoudens en verschillende maatstaven voor de wijzigingen in de fiscaliteit van de hypothecaire leningen. De variabelen worden uitgedrukt in reële termen.

Door het uitblijven van een neerwaartse correctie zoals die welke zich enkele jaren geleden in tal van Europese landen voordeed, gaf het verloop van de woningprijzen in België aanleiding tot bezorgdheid, omdat het ontstaan van evenwichtsverstoringen op de vastgoedmarkt conjunctuurvertragingen kan veroorzaken en verspreiden, en de financiële stabiliteit in gevaar kan brengen. De eventuele overwaardering van de vastgoedmarkt is dus een belangrijk element geworden van de macro-economische analyse, maar ook voor het te voeren macroprudentieel beleid.

Om te bepalen in hoeverre de op de markt vastgestelde prijzen afwijken van de evenwichtsprijs, zowel opwaarts als neerwaarts, beschrijft de empirische literatuur een aantal indicatoren die in twee grote categorieën kunnen worden ingedeeld. De eerste categorie, met onder meer de *price-to-rent* en *price-to-income* ratio's, die voor België doorgaans op een ruime overwaardering wijst, heeft echter heel wat beperkingen en neemt niet tegelijkertijd alle elementen in rekening die de vastgoedmarkt kunnen beïnvloeden. Hoewel de econometrische benadering evenzeer nadelen kan hebben, verhelpt ze een deel van de gebreken van bovenstaande ratio's omdat ze het verloop van de woningprijzen vergelijkt met de fundamentele determinanten ervan, ongeacht of dat vraag- of aanbodfactoren zijn.

Op grond van die benadering lijkt de Belgische vastgoedmarkt niet sterk overgewaardeerd te zijn, in tegenstelling tot wat statistische indicatoren als de *price-to-income* en *price-to-rent* ratio's kunnen doen vermoeden. Het prijsverloop valt dus grotendeels te verklaren door de veranderingen van bepaalde fundamentele determinanten. Met name de stijging van het gezinsinkomen maakte, in combinatie met de rentedaling tijdens de voorgaande

decennia, woningen betaalbaarder. De vastgoedprijzen werden tevens ondersteund door de uitgesproken stijging van het aantal huishoudens alsook doordat de vastgoedfiscaliteit dusdanig werd gewijzigd dat ze de toegang tot hypothecair krediet bevorderde. Dat was echter minder het geval vanaf 2015 bij de regionalisering en de opeenvolgende hervormingen van de woonbonus, in het bijzonder in het Vlaams Gewest. De prijsstijging verzwakte dat jaar echter niet, zodat de overwaardering van de vastgoedmarkt toenam. Als gevolg van de duidelijke prijsvertraging in 2016, zou de overwaardering echter afgenomen zijn tot een niveau van 7,8 % in het vierde kwartaal.

Naast de voornoemde fundamentele determinanten hebben blijkbaar andere factoren, die misschien niet noodzakelijkerwijs in aanmerking werden genomen in het kader van de econometrische benadering van de waardering van de vastgoedmarkt, een rol gespeeld in het recente prijsverloop. Dat kan het geval zijn voor de aanhoudende lagerenteomgeving, die de vastgoedmarkt indirect kan beïnvloeden in die zin dat ze investeringen in vastgoed aantrekkelijk zou kunnen maken in vergelijking met andere financiële beleggingen waarvan de rendementen aanzienlijk zijn gedaald, en bijgevolg de vraag naar woningen alsook de prijzen zou kunnen stimuleren.

Er zij op gewezen dat een overwaardering die gelijk is aan nul, met andere woorden een situatie waarin het verloop van de vastgoedprijzen volkomen zou overeenstemmen met hun onderliggende fundamentele determinanten, geenszins impliceert dat er geen risico bestaat voor de vastgoedmarkt. Mocht een van de determinanten van de vastgoedprijzen sterk verslechteren, dan zouden die prijzen fors kunnen dalen.

Bibliografie

Albacete N., P. Fessler en P. Linder (2016), 'The distribution of residential property price changes across homeowners and its implications for financial stability in Austria', OeNB, *Financial Stability Report* 31, 62-81.

Albrecht J. en R. Van Hoofstat (2011), *Pénurie d'habitat: Vers une rénovation de la politique du logement*, Itinera, juin.

André C. (2010), *A bird's eye view of OECD housing markets*, OECD Economics Department, Working Paper 746, January.

Baugnet V., P. Butzen, S. Cheliout, W. Melyn en Q. Wibaut (2011), 'Einde van de crisis op de woningmarkten? Een internationaal overzicht', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 57-76.

Deutsche Bundesbank (2013), *Monatsbericht* 65/10, Oktober.

ECB (2011), *Financial Stability Review*, June.

ECB (2015), 'A model-based valuation metric for residential property markets', *Financial Stability Review*, November 2015, Box 3, 45-47.

Engle R. en C. Granger (1987), *Dynamic model specification with equilibrium constraints: co-integration and error correction*, *Econometrica*, 251-276.

Eurostat (2013), *Handbook on Residential Property Prices Indices (RPPIs)*, Methodologies & Working Paper, Luxembourg.

Francke M., S. Vujic en G. Vos (2009), *Evaluation of house price models using an ECM approach: the case of the Netherlands*, ORTEC Finance Research Center, University of Bath.

Gallin J. (2003), *The long-run relationship between house prices and incomes: evidence from local housing markets*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Paper 17.

Gattini L. en P. Hiebert (2010), *Forecasting and assessing euro area house prices through the lens of key fundamentals*, ECB Working Paper Series 1249, October.

Girouard N., M. Kennedy, P. van den Noord et Ch. André (2006), *Recent house price developments: The role of fundamentals*, OECD, Economics Department Working Paper 475, January.

Goodhart C. en B. Hofmann (2008), *House prices, money, credit and the macroeconomy*, ECB Working Paper 888, April.

Gurkaynak R. (2005), *Econometric tests of asset price bubbles: taking stock*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Paper 4.

Hoebeeck A. en K. Inghelbrecht (te verschijnen), *The impact of the mortgage interest and capital deduction in Belgium*, NBB Working Paper.

Hoebeeck A. en C. Smolders (2014), *The impact of the interest and capital mortgage deduction on homeownership in Belgium: A difference-in-difference approach*, Steunpunt Fiscaliteit en Begroting, Working Paper.

IMF (2015), *Belgium: selected issues*, IMF Country Report 71, March.

Kajuth F., Knetsch T. en N. Pinkwart (2013), *Assessing house prices in Germany: evidence from an estimated stock-flow model using regional data*, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper 46.

Klyuev V. (2008), *What goes up must come down? House price dynamics in the United States*, IMF Working Paper 187.

Manceaux J. (2011), *Le marché immobilier belge face aux défis démographiques*, ING, Economic Research Belgium, octobre.

NBB (2013), 'Betaalbaarheid van woningen in België', *Verslag 2012*, Kader 4, 113-115.

NBB (2014), 'De waardering van de residentiële vastgoedmarkt', *Verslag 2013*, Kader 6, 129-131.

NBB (2015), 'De waardering van de woningmarkt', *Verslag 2014*, Kader 8, 121-123.

Noppe, L. en J. Van Gompel (2012), *De Belgische vastgoed- en hypotheekmarkt – Ontwikkeling, waardering & toekomstvisie*, KBC, Economic Research Notes, juli.

Ott H. (2014), *Will euro area house prices sharply decrease?*, Economic Modelling, Elsevier.

Philipponnet N. (2016), *Assessing house price developments in the EU*, European Commission.

Smet, S. en J. Van Gompel (2014), *Belgische woningprijzen: recente ontwikkeling, waardering & scenarioanalyse*, KBC, Economische Berichten 21, oktober.

Tsounta E. (2009), *Is the Canadian housing market overvalued? A post-crisis assessment*, IMF Working Paper 235.

Digitaal geld: bedreigingen en kansen voor het monetair beleid

A. Stevens^(*)

Inleiding

Sinds het in 2009 werd ingevoerd, heeft bitcoin – maar ook de onderliggende technologie – gezorgd voor een toegenomen belangstelling in zogeheten digitaal geld. Op het eerste gezicht is digitaal geld niets meer dan een elektronisch geldmiddel, net als geld dat wordt gedeponerd op bankrekeningen of op elektronische portefeuilles, zoals Apple Pay en PayPal. De belangrijkste vernieuwing in vergelijking met bestaande vormen van elektronisch geld is echter dat het peer-to-peer kan worden omgewisseld, zoals contanten (Camera, 2017; Raskin en Yermack, 2016). Chartale transacties worden vereffend door een eenvoudige materiële overdracht van bijvoorbeeld munten en bankbiljetten. Elektronische geldinstrumenten zijn daarentegen niet tastbaar en kunnen dan ook niet materieel worden overgedragen. Dat vergt bijgevolg een register (ledger) om de eigendomsrechten over, en transacties in die instrumenten vast te leggen. Conventionele elektronische geldsystemen steunen op vertrouwde instellingen, zoals centrale banken of kredietkaartuitgevers, om de transacties af te wikkelen en het register bij te werken. De betrokkenheid van derde partijen impliceert dat dergelijke systemen hoofdzakelijk gecentraliseerd zijn en wellicht duurder uitvallen dan systemen die enige decentralisatie toestaan, zoals cashsystemen (Camera, 2017). Digitale valutastelsels zijn erop gericht de betrokkenheid van tussenpersonen en derhalve intermediatiekosten te vermijden door hun register bij te houden met de zogeheten ‘distributed

ledger technology’ (DLT). Deze technologie biedt de mogelijkheid van een gedecentraliseerd boekhoudsysteem – ‘distributed ledger’ genaamd, aangezien het door de gebruikers van het systeem wordt gedeeld – dat zelfcontroleerend werkt. Alle handelingen in het register moeten in feite worden gecontroleerd door gebruikers van het systeem. Het afwikkelingsmechanisme voor transacties in digitaal geld verloopt dan ook niet via intermediatie, maar rechtstreeks: de transactie wordt afgewikkeld zodra genoeg deelnemers aan het systeem het erover eens zijn dat ze geldig is.

Digitaal geld zou, doordat het tegelijkertijd peer-to-peer betalingsfaciliteiten en het gemak van elektronische transacties biedt, de traditionele geldinstrumenten sterk kunnen beconcurreren en derhalve aanzienlijke gevolgen hebben voor de centrale banken, voor het financieel stelsel en voor de economie in ruimere zin. Dit artikel is toegespitst zowel op de uitdagingen als op de kansen die digitaal geld inhoudt voor het monetair beleid van centrale banken. Zo zou privaat digitaal geld, indien algemeen aanvaard, kunnen leiden tot belangrijke risico's voor de financiële en monetaire stabiliteit. Ten eerste zijn door de private sector uitgegeven digitale valuta's doorgaans noch uitgedrukt in, noch gekoppeld aan de soevereine valuta, maar luiden ze veeleer in hun eigen waarde-eenheden. Wisselkoersrisico's zijn dan ook inherent en kunnen de financiële stabiliteit en de monetairbeleidstransmissie in het gedrang brengen. Door de plaats in te nemen van het reguliere geld – hier gedefinieerd als alle geldinstrumenten met wettelijke betaalkracht (legal tender status), zoals munten, bankbiljetten en girale deposito's –, zou algemeen aanvaard privaat digitaal geld er bovendien kunnen voor zorgen dat centrale banken aanzienlijke minder greep hebben

(*) Het artikel weerspiegelt gedeeltelijk de jaarlijkse SUERF-lezing die de gouverneur van de NBB Jan Smets op 9 december 2016 in Brussel hield over ‘FinTech en centrale banken’ (Smets, 2016). De auteur dankt Jef Boeckx, alsook de leden van de FinTech taskforce van de NBB voor hun waardevolle opmerkingen en suggesties.

op de monetaire voorwaarden. Dat zou niet alleen het vermogen van centrale banken om te rente te sturen kunnen beperken, maar ook hun mogelijkheden om op te treden als kredietgever in laatste instantie.

Recentelijk is echter steeds meer geopperd dat digitaal geld voor het monetair beleid ook kansen zou kunnen inhouden. Meer specifiek verstrekt hun onderliggende 'distributed ledger technology' de centrale banken een platform om hun eigen elektronische variant van bankbiljetten te ontwikkelen en uit te geven – een zogeheten central bank digital currency (CBDC)⁽¹⁾. Er kunnen diverse argumenten worden aangevoerd als redenen waarom een centrale bank zou kunnen overwegen zo'n CBDC uit te geven. De invoering van een soevereine digitale valuta kan bijvoorbeeld een passende beleidsreactie zijn om de voormelde risico's van private initiatieven in te perken, althans voor zover er redenen zijn om ervan uit te gaan dat soortgelijke risico's relevant zouden zijn. Een ander vaak aangevoerd argument is dat een CBDC de effectieve ondergrensbepijking voor de nominale rente kan helpen versoepelen, waarbij de centrale bank in staat wordt gesteld een negatieve rente toe te passen indien de economische omstandigheden dat rechtvaardigen. Dergelijke argumenten moeten echter worden afgezet tegen de gevolgen van soeverein digitaal geld voor het bankwezen en die lijken uitermate onzeker te zijn. Enerzijds zou de invoering van een CBDC, doordat ze concurrentie biedt voor bankdeposito's, de praktijk van fractioneel bankieren kunnen beperken. Dat zou kunnen zorgen voor een veiliger financieel stelsel, met minder gevaar voor een verstoorde monetairbeleidstransmissie. Anderzijds kan een te ruime vervanging van bankdeposito's door digitaal centralebankgeld leiden tot een sterke vermindering van de financiering van de banksector, met negatieve overloopeffecten op de kredietgeving en op het monetair beleid.

Het artikel is als volgt opgebouwd. In hoofdstuk 1 wordt de richting aangegeven met een beknopte schets van de terminologie die in dit artikel wordt gebruikt om niet-fysieke soorten geld te beschrijven. Vervolgens worden in hoofdstuk 2 de potentiële uitdagingen van door de private sector uitgegeven digitaal geld voor de monetairbeleidsvoering behandeld. De kansen die een mogelijke invoering van soeverein digitaal geld voor het monetair beleid biedt, komen aan de orde in hoofdstuk 3. Het slot-hoofdstuk bevat de conclusie.

(1) De term 'Central Bank Digital Currency' werd voor het eerst gebruikt door Broadbent (2016).

(2) Voor de door de Bank of England gehanteerde definities wordt verwezen naar: <http://www.bankofengland.co.uk/research/Pages/onebank/cbdc.aspx>.

(3) https://www.ecb.europa.eu/stats/money_credit_banking/electronic_money/html/index.en.html.

1. Enkele definities

Zoals opgemerkt door Camera (2017), bestaat er geen duidelijke consensus over de terminologie die wordt gebruikt om de geldcomponent die niet de fysieke structuur van contanten heeft, te beschrijven. In de literatuur worden de concepten 'e-geld', 'digitaal geld', 'cryptogeld' en 'virtueel geld' bijvoorbeeld verschillend geïnterpreteerd. Soms worden die termen door elkaar gebruikt (zoals in Fung en Halaburda, 2016). In andere publicaties verwijzen ze naar vrij uiteenlopende vormen van geld, afhankelijk van de criteria die worden toegepast om niet-fysieke types van geldinstrumenten te classificeren. In dit artikel worden de door Barrdear en Kumhof (2016) voorgestelde definities gehanteerd, die grotendeels overeenstemmen met de door de Bank of England gebruikte officiële terminologie⁽²⁾. Hun classificatie is voornamelijk afhankelijk van de technologie die het geldinstrument ondersteunt. Tegen die achtergrond wordt 'elektronisch geld' (of 'e-geld') ruim gedefinieerd als monetaire waarde opgeslagen op een elektronisch medium dat kan worden gebruikt om betalingen te verrichten – grotendeels conform de definitie van de Bank voor Internationale Betalingen (BIS, 2015) – of, in het kort, elke immateriële geldsoort die gebaseerd is op computertechnologie. Daarbij zij opgemerkt dat die definitie ruimer is dan de wettelijke omschrijving van e-geld, zoals gespecificeerd in de EU-wetgeving⁽³⁾. De term 'digitaal geld' wordt gebruikt om te refereren aan een elektronische vorm van geld met een distributed ledger en een gedecentraliseerd betalingssysteem. Cryptogeld wordt gedefinieerd als een afzonderlijke subklasse van digitaal geld, waarbij het onderscheidende kenmerk ervan afhankelijk is van het consensusmechanisme dat wordt gehanteerd om het register bij te werken (voor meer informatie, zie Barrdear en Kumhof, 2016). Ter vereenvoudiging wordt geen rekening gehouden met de rol die specifieke technische regelingen van de distributed ledger technology – zoals het consensusmechanisme – kunnen spelen voor het economisch belang van digitaal geld. Hieronder wordt dan ook enkel gerefereerd aan het meer algemene begrip digitaal geld.

De bovenstaande definities zijn vrij ruim: ze berusten niet noodzakelijkerwijs op enige wettelijke terminologie en ze zijn niet afhankelijk van andere kenmerken dan de onderliggende technologie, zoals de denominatie van de valuta – soeverein of een andere referentie-eenheid – of de emittent – overheid of particuliere entiteit. Iedere verwijzing naar zulke additionele kenmerken zal duidelijk worden vermeld. De bepalingen 'privaat' en 'centrale bank' dienen om het type emittent van digitaal geld te omschrijven.

2. Mogelijke gevaren van door de private sector uitgegeven digitaal geld voor het monetair beleid

De mogelijke risico's van privaat digitaal geld voor het monetair beleid werden degelijk beschreven in – onder meer – een recent artikel van Ali *et al.* (2014). Op basis van de beleidsnota van Lo en Wang (2014) – waarin wordt nagegaan of bitcoin kan worden beschouwd als geldinstrument –, worden in dit hoofdstuk heel wat argumenten van Ali *et al.* (2014) herbekeken door na te gaan in hoeverre een digitale valuta de drie traditionele functies van geld vervult: ten eerste wordt geld beschouwd als een instrument dat de handel bevordert door te fungeren als *ruilmiddel* – geld kan dus worden gebruikt om goederen en diensten te kopen en te verkopen. Ten tweede dient geld als *beleggingsinstrument* omdat het een gemakkelijk oppotmiddel is – d.w.z. dat geld kan worden gebruikt om koopkracht over te dragen van het heden naar de toekomst. Ten slotte dient geld als *rekeneenheid* ten behoeve van kwantificering – geld is namelijk de gemeenschappelijke norm om de relatieve waarde van goederen en diensten te meten.

In overeenstemming met de literatuur wordt in dit hoofdstuk geconcludeerd dat de beleidsuitdagingen wellicht beperkt zullen zijn als privaat digitaal geld enkel dient als ruilmiddel. Wordt dat geld eveneens beschouwd als een goed beleggingsinstrument en – zelfs nog belangrijker – wordt het ook gebruikt als rekeneenheid, dan kunnen de risico's voor zowel de monetaire als de financiële stabiliteit daarentegen groter worden.

2.1 Geringe risico's indien privaat digitaal geld enkel dient als ruilmiddel

Zolang privaat digitaal geld louter wordt gebruikt als ruilmiddel, maar niet wordt beschouwd als rekeneenheid of als beleggingsmiddel, zou het geen zware bedreiging vormen voor het monetair beleid. In principe fungeert digitaal geld in dat geval op een soortgelijke wijze als vooraf betaalde types van e-geldinstrumenten (namelijk elektronische portefeuilles zoals Apple Pay en PayPal). Meer specifiek wordt digitaal geld daarbij enkel 'in omloop' gebracht wanneer regulier geld wordt uitgewisseld door de gebruiker, die het wil aanwenden in een transactie; in dezelfde geest wordt, zodra de transactie is afgewikkeld, digitaal geld afgeroomd (aan de omloop onttrokken) en weer omgezet in traditioneel geld.

In dit scenario zou digitaal geld bijgevolg een beperkt effect moeten hebben op het voor transacties gebruikte geldbedrag, wat impliceert dat de centrale bank haar vermogen behoudt om de geldhoeveelheid, de korte rente

en derhalve de geaggregeerde vraag te beïnvloeden. In feite blijven de reguliere valuta en de daarop geldende rente de overheersende monetaire leidraad, ook bij het financieren van uitgaven, terwijl de digitale valuta enkel dient als middel om een transactie te verrichten. Wanneer een digitale valuta enkel wordt gebruikt als ruilmiddel, zou haar koers bovendien in theorie niet al te volatiel mogen worden, precies omdat de circulatie ervan afhankelijk is van de vraag naar die valuta en niet van speculaties over de toekomstige koers ervan (wat het geval zou kunnen zijn indien de valuta's ook als beleggingsmiddel dienen).

De gestaag aangroeiende lijst van handelaars die bitcoinbetalingen aanvaarden (de bekendste private digitale valuta) wijst erop dat privaat digitaal geld mogelijk algemeen zal worden aanvaard als betaalmiddel voor een voldoende ruim aantal goederen of diensten⁽¹⁾. Uit een studie van Lo en Wang (2014) blijkt dat detailhandelaars die bitcoinbetalingen aanvaarden, geen premie aanrekenen en in feite eventueel een (hoewel doorgaans geringe) korting aanbieden op aankopen met bitcoins. Die bevinding wijst erop dat de peer-to-peer betalingsdiensten van digitale valuta's – waarbij de door de traditionele betalingsdienst-aanbieders aangerekende tarieven worden vermeden – de mogelijkheden van die valuta's om de transactiekosten te verlagen, zouden kunnen waarmaken. Tegelijkertijd wijst die studie echter uit dat digitaal geld (tot dusver) amper fungeert als beleggingsmiddel of rekeneenheid. Aangezien de waarde van private digitale valuta's traditioneel niet gekoppeld is aan de soevereine valuta, kunnen hun koersen in feite zeer volatiel zijn, zoals in Grafiek 1 wordt aangegevoerd voor bitcoin. Om prijsvolatiliteit en daarmee gepaard gaande vertekende prijssignalen te voorkomen, drukken de meeste handelaars die bitcoinbetalingen aanvaarden, hun officiële prijzen uit in soevereine referentie-eenheden (bijvoorbeeld euro, dollar, ...). Om de mogelijke vruchten van de lagere kosten voor de verwerking van betalingen ten volle te plukken, dekken de handelaars zich bovendien in tegen mogelijke wisselkoersvolatiliteit. Zo wordt de richtkoers in bitcoin vaak bijgewerkt (bijvoorbeeld om de tien of vijftien minuten) teneinde een relatief stabiele prijs in euro te handhaven, terwijl betaalde bitcoins onmiddellijk opnieuw worden omgezet in euro⁽²⁾.

2.2 Risico's voor de financiële stabiliteit als privaat digitaal geld ook als beleggingsinstrument wordt gebruikt

Indien privaat digitaal geld algemeen zou worden beschouwd als een goed middel voor waardeopslag, zou

(1) Zie bijvoorbeeld de website Coinmap voor een interactieve kaart met daarop alle fysieke winkels ter wereld waar bitcoins als betaalmiddel worden aanvaard.

(2) Bitcoinintermediairs zoals Coinbase bieden soortgelijke hedgingdiensten aan.

GRAFIEK 1 WAARDE VAN DE BITCOIN
(Amerikaanse dollar per bitcoin)



Bron: www.blockchain.info

de monetairbeleidstransmissie kunnen worden belemmerd als gevolg van verhoogde risico's voor de financiële stabiliteit, aangezien een dergelijke veronderstelling ongegrond is. Digitaal geld mist immers de kenmerken van traditionele opspottmiddelen om vermogens veilig te stellen voor de toekomst. Zo heeft privaat digitaal geld, in tegenstelling tot grondstoffen (zoals olie en goud), geen intrinsieke waarde: in wezen is het niets meer dan regels computercode. Privaat digitaal geld heeft evenmin wettelijke waarde, aangezien het niet door een overheid wordt gedekt, in tegenstelling tot het reguliere geld. Het is met name geen wettig betaalmiddel – wat het waarde zou verlenen doordat het bijvoorbeeld kan worden gebruikt om belastingen te betalen – en het houdt geen wettelijk recht in op een reguliere munt a pari – wat het waarde zou verlenen met het oog op toekomstige consumptie.

Dit alles betekent dat de waarde van privaat digitaal geld uitsluitend berust op de verwachting dat anderen bereid zijn het later te aanvaarden tegen een voldoende hogere waarde (Lo en Wang, 2014). Anders gezegd, de evenwichtswaarde van privaat digitaal geld berust op zichzelf vervullende verwachtingen. Dat kenmerk maakt privaat digitaal geld vatbaar voor speculatie en derhalve voor zeepbellen. De prijs van digitaal geld kan dan ook zeer volatiel zijn (zie bijvoorbeeld de wisselkoers van de bitcoin ten opzichte van de dollar in grafiek 1) en kelderende prijzen zijn niet ondenkbaar. Als de gevolgen van dergelijke ineenstortingen niet beperkt kunnen worden tot de directe aanhouders van de alternatieve valuta's, kan de financiële stabiliteit worden aangetast, wat op zijn beurt de monetairbeleidstransmissie kan belemmeren. Het financieel stelsel is vooral kwetsbaar voor dergelijke

besmettingseffecten indien beleggingen in privaat digitaal geld gefinancierd zouden zijn met schulden, of als systeemrelevante financiële instellingen belangrijke ongedekte posities in dergelijke valuta's zouden hebben opgebouwd (Ali *et al.*, 2014).

De totale waarde van alle digitale valuta's lijkt tot dusver te klein om een dergelijke systeembreiding te kunnen vormen voor de financiële stabiliteit en voor het monetair beleid⁽¹⁾. Volgens kritische stemmen (bijvoorbeeld Krugman, 2013) belemmert de huidige sterke volatiliteit van de wisselkoers van privaat digitaal geld (die het weinig geschikt maakt als beleggingsmiddel) in de eerste plaats de algemene inburgering ervan, wat tevens de potentiële bedreiging voor de financiële stabiliteit beperkt. Volgens recente theoretische modelsimulaties door Bolt en van Oordt (2016) zouden wisselkoersrisico's de algemene verspreiding van privaat digitaal geld op lange termijn echter niet in de weg staan, aangezien die risico's zouden verkleinen naarmate het gebruik van privaat digitaal geld toeneemt. Een mogelijke verklaring daarvoor is dat de waardering in ruime mate berust op subjectieve beoordelingen, die mettertijd kunnen veranderen. Zo zou de waarde van privaat digitaal geld voor praktisch gebruik toenemen indien het populairder zou worden als ruilmiddel. Die bron van waarde zou de wisselkoersen minder gevoelig kunnen maken voor het effect van schokken op de beoordeling door de speculanten. Ook in dat geval zouden de risico's voor de financiële stabiliteit hoe dan ook beperkt zijn, aangezien een algemeen gebruik van door de private sector uitgegeven digitaal geld de wisselkoersvolatiliteit zou beperken.

2.3 Monetaire risico's en risico's voor de financiële stabiliteit als privaat digitaal geld ook als rekeneenheid wordt gebruikt

Het grootste hypothetische risico van privaat digitaal geld voor het monetair beleid is dat het algemeen aanvaard zou worden en uitgroeien tot rekeneenheid. In dat geval zou privaat digitaal geld het in de soevereine valuta luidende reguliere geld grotendeels vervangen, met inbegrip van het centralebankgeld. In het meest extreme scenario, dat van een 'bitcoinised economy', zou de alternatieve munt de belangrijkste geldvorm worden en zou de euro enkel nog worden gebruikt voor transacties met de overheid (bijvoorbeeld om belastingen te betalen) of – nog een stap verder – zou de overheid privaat digitaal geld accepteren voor het betalen van belastingen.

(1) Zie bijvoorbeeld de analyses van dagelijkse bitcointransacties in Ali *et al.* (2014) of, meer recentelijk, in Bolt en van Oordt (2016), waaruit blijkt dat de bitcoin een weliswaar groeiend, maar nog steeds relatief klein monetair verschijnsel is.

Een algemene vervanging van het reguliere geld door privaat digitaal geld zou een aantal effecten hebben voor het monetair beleid. Ten eerste zou het monetair beleid minder doeltreffend kunnen worden in het beheer van de totale vraag met het oog op de stabilisering van de economie rond volledige tewerkstelling. Als soeverein geld niet langer fungeert als basisgeld in de economie, verliest de centrale bank immers de facto de controle over de monetaire voorwaarden. In een dergelijke omgeving kan het monetair beleid de relevante rentetarieven moeilijker sturen om op macro-economische vraagonevenwichtigheden te reageren. Dat leidt tot volatiele prijzen en derhalve tot welvaartsvernietigende volatiliteit in de economische bedrijvigheid. Bovendien is het monetair beleid niet meer in staat de monetaire voorwaarden tactisch bij te sturen als onderdeel van een stabiliseringsbeleid, bijvoorbeeld om te reageren op veranderende aanbodvoorwaarden zoals technologische verbeteringen en structurele veranderingen in product- en arbeidsmarkten.

Ten tweede zou een uitstroom uit het reguliere geld ook het vermogen van de centrale bank kunnen aantasten om, bij een tekort aan marktliquiditeit, op te treden als kredietgever in laatste instantie. Een dergelijk effect zou bankruns, en dus ook financiële verstoringen, waarschijnlijker maken. Dat zou onder meer het geval zijn als een fractioneel reservebankstelsel zou ontstaan in combinatie met de private digitale valuta. Aangezien private digitale valutastelsels tot dusver geen wettelijk statuut hebben, kan een dergelijk stelsel, als de toegang tot liquiditeit van andere bronnen wordt belemmerd, immers geen beroep doen op liquiditeitsverschaffing door erkende autoriteiten. Evenmin zijn de deposito's beschermd als een bank failliet gaat.

Ten derde, aangezien de creatie van de meeste bestaande private digitale valuta's aan strikte regels is gebonden en het uiteindelijke totale aanbod ervan vooraf is vastgelegd, zou een grootschalige aanvaarding van dergelijke stelsels kunnen bijdragen tot deflatie in de goederen- en dienstenprijzen (en in de lonen). Deflatie is, indien precies voorspeld, niet problematisch als dusdanig. In een omgeving van uiterst lage rente kunnen deflatoire krachten evenwel een structurele stijging van de reële rentetarieven teweegbrengen, waardoor de economie in een seculiere stagnatie met lage groei en chronische deflatie kan belanden. Technisch beschouwd, is het echter geen probleem om private digitale valutastelsels te onderwerpen aan 'slimmere regels', die gericht zouden zijn op structurele inflatie in plaats van deflatie (bijvoorbeeld een geldaanbodregel in functie van het aantal transacties). Dergelijke alternatieve regels zouden de stagnatierisico's helpen beperken.

Tot slot zou een vervanging van soeverein geld door privaat digitaal geld ook de seigniorage-inkomsten van

de overheid doen dalen. Dat zou moeten worden gecompenseerd door hogere versturende belastingen, die op hun beurt de economische bedrijvigheid zouden kunnen belemmeren.

Om diverse redenen valt evenwel te betwijfelen dat digitaal geld van de private sector ooit de vertrouwde rekeneenheid zal worden, wat de hierboven beschreven monetairbeleidsrisico's zeer onwaarschijnlijk maakt. Buiters (2009) merkt op dat overheden de rekeneenheid weliswaar niet kunnen reguleren, maar het gebruik van een specifieke rekeneenheid wel flink kunnen aanmoedigen. Om het verlies aan seigniorage-inkomsten tot een minimum te beperken, zouden de overheden het bijvoorbeeld verplicht kunnen maken dat alle contracten met de overheidssector in euro luiden en dat belastingen in de officiële munt worden betaald. Belangrijk is dat dergelijke vereisten het gebruik van privaat digitaal geld niet enkel direct maar ook indirect zouden beperken. Zonder wettige betaalkracht of een wettelijk statuut verliest het privaat digitaal geld meer bepaald elke intrinsieke waarde, wat het dan weer vatbaar maakt voor speculatieve zeepbellen (zie hierboven). Dat vermoedelijke effect vermindert de aantrekkingskracht ervan en beperkt het risico dat het op grote schaal zal worden aanvaard.

Een tweede reden waarom het twijfelachtig is dat privaat digitaal geld algemeen gebruikt zou worden en het reguliere geld zou vervangen, is dat dergelijke valuta's geen 'veilige haven' zijn in noodsituaties. Broadbent (2016) wijst erop dat valutawissels alleen plaatsvinden als de overheid fundamenteel gewantwoord wordt en de geloofwaardigheid van de soevereine munt sterk is aangetast, bijvoorbeeld in de nasleep van een ineenstorting van de banksector of als het monetair beleid er niet in slaagt de prijsstabiliteit te handhaven. In die gevallen is het echter onwaarschijnlijk dat mensen hun toevlucht zullen nemen tot volledig nieuwe valuta's. Redelijkerwijs mag immers worden aangenomen dat ze zich zullen richten tot een bestaande, vertrouwde munteenheid, zoals gevestigde soevereine valuta's. Zoals eerder vermeld, heeft het door de private sector uitgegeven geld bovendien geen intrinsieke waarde en is het derhalve niet geschikt als beleggingsinstrument. Het is dus zeer onwaarschijnlijk dat een vlucht naar veiligheid zou leiden tot een stroom naar dergelijke valuta's.

3. Mogelijkheden van digitaal geld voor het monetair beleid

Digitaal geld impliceert niet enkel uitdagingen voor het monetair beleid. De onderliggende 'distributed ledger technology (DLT)' bevat immers een aantal interessante

elementen, die centrale banken er zouden kunnen toe aanzetten die nieuwe technologie te omarmen.

Ten eerste kan DLT volgens sommige waarnemers de efficiëntie en veiligheid van bestaande betalings-systemen verhogen (zie bijvoorbeeld Bernanke, 2013; UK Government Office for Science, 2016). Het efficiëntieargument houdt verband met het directe afwikkelingsmechanisme van de distributed ledgers: dat kan de afwikkeling versnellen, maar ook de afwikkelingskosten drukken ten opzichte van traditionele betalingssystemen. De technologische mogelijkheden inzake veiligheid berusten hoofdzakelijk op het feit dat distributed ledgers worden gedeeld tussen de gebruikers van het systeem. Dit bemoeilijkt fraude, want daarvoor zouden alle gebruikers moeten worden bedrogen⁽¹⁾. Vanuit het standpunt van het monetair beleid betekenen die troeven in het vlak van efficiëntie en veiligheid dat de distributed ledger technology het vertrouwen in het monetair stelsel verder zouden kunnen ondersteunen (zie bijvoorbeeld Haldane, 2015, en Raskin en Yermack, 2016). Dat is een belangrijk kenmerk, aangezien vertrouwen de hoeksteen is waarop een fiduciair geldstelsel berust. De intrinsieke waarde van fiduciair geld steunt immers uitsluitend op vertrouwen. Tegen die achtergrond kunnen centrale banken interbancaire betalingssystemen toestemming geven om gebruik te maken van een DLT-netwerk.

De belangstelling van de centrale banken voor de distributed ledger technology blijft evenwel niet beperkt tot mogelijke interbancaire toepassingen. Zo wordt in toenemende mate nagedacht over het potentieel van deze nieuwe technologie als platform voor de uitgifte van bankbiljetten in digitale vorm – een zogenoemde ‘central bank digital currency’ of ‘CBDC’⁽²⁾. Vanuit een ruimer economisch perspectief creëert DLT aldus mogelijkheden voor de centrale banken om efficiëntiewinsten te boeken, namelijk door hun rol te versterken en de elektronische toegang tot hun balansen uit te breiden – tot buiten de commerciële banken⁽³⁾.

(1) Er zij opgemerkt dat het decentraal karakter van distributed ledgers op zich fraude niet helemaal uitsluit. Mocht iemand erin slagen controle te verwerven over het consensusmechanisme voor de bekrachtiging van de transacties, dan is fraude nog altijd mogelijk. Om dergelijke praktijken te voorkomen, verloopt de bekrachtiging van transacties in digitale valutastelsels doorgaans via complexe computerprocessen die vervalsing van gegevens door minderheidsverbanden moeten uitsluiten.

(2) De groeiende belangstelling voor het CBDC-idee in beleidskringen blijkt uit een aantal recente toespraken van centralebankfunctionarissen. In maart 2016 sprak Ben Broadbent, vicegouverneur van de Bank of England voor monetair beleid, zich bijvoorbeeld uit over de potentiële macro-economische gevolgen van een CBDC (Broadbent, 2016). Meer recentelijk, in januari 2017, liet Yves Mersch, lid van de Directie van de ECB, optekenen dat die gevolgen afhangen van het precieze ontwerp of de uitvoeringsbepalingen van wat hij ‘digitaal basisgeld’ noemt, bijvoorbeeld de vergoeding van soeverein digitaal geld, alsook de inwisselbaarheid voor traditionele contanten (Mersch, 2017). In Zweden overweegt de Riksbank een pioniersrol op te nemen in de uitgifte van een elektronisch betaalmiddel, de zogenoemde ‘e-krona’, als aanvulling op contant geld (Skingsley, 2016).

(3) Zie in dat verband ook Broadbent (2016).

(4) Zo wordt de banken in het eurogebied momenteel 40 bp aangerekend op liquiditeitsoverschotten die ze bij de centrale bank aanhouden.

De vraag blijft echter of dat een wenselijk resultaat is. Enerzijds zou een CBDC, indien ze contant geld (gedeeltelijk) zou vervangen, de zogenoemde ondergrensbepijking van de nominale rentetarieven kunnen versoepelen, wat bevorderlijk zou kunnen zijn voor de macro-economische stabiliteit. Anderzijds zou een CBDC concurrentie kunnen impliceren voor bankdeposito’s, met ingrijpende – zowel positieve als negatieve – gevolgen voor de banksector. In de volgende twee hoofdstukken wordt op die twee elementen nader ingegaan.

3.1 Kan een CBDC het probleem van de feitelijke ondergrens voor de rentetarieven verhelpen?

Zoals uiteengezet door Haldane (2015), is het feit dat de nominale marktrentes niet veel onder nul kunnen dalen, terug te voeren op technologische moeilijkheden die het betalen van rente (zowel positieve als negatieve) op contant geld belemmeren. Voor centrale banken is het geen probleem om negatieve rentetarieven aan te rekenen op reservedeposito’s die banken bij hen aanhouden⁽⁴⁾. De transmissie van dergelijke negatieve beleidsrentes naar andere rentetarieven – vooral bancaire rentetarieven – kan echter worden belemmerd doordat dezelfde negatieve rente niet kan worden toegepast op bankbiljetten. In dat geval kan men immers aan de negatieve rente ontsnappen door de deposito’s om te zetten in bankbiljetten. Die praktijk belemmert de doeltreffendheid van het monetair beleid, aangezien ze het vermogen van de centrale bank beperkt om negatieve rentetarieven toe te passen als strategie om de economie aan te zwengelen. Oorspronkelijk stond dit verschijnsel bekend als het ‘zero lower bound problem’ (Ball, 2014), maar vandaag wordt het steeds vaker het ‘effective lower bound’ of ELB-probleem genoemd. Dat is het geval omdat de effectieve ondergrens iets onder nul ligt, aangezien de aanhoudingskosten voor contant geld (dat zijn de kosten voor opslag, beveiliging en verzekering) doorgaans hoger zijn dan voor bank- en reservedeposito’s.

Het ELB-probleem is niet nieuw. Het bestaat immers al even lang als de bankbiljetten zelf. Waarom zou het nu meer zorgen moeten baren dan tien jaar geleden? Cruciaal is dat de kans dat dit probleem acuut wordt, de afgelopen jaren allicht is toegenomen. De huidige lage rente is niet alleen cyclisch van aard, aangezien ze niet alleen het resultaat is van de grootschalige stimuleringsmaatregelen van de centrale banken in de nasleep van de Grote Recessie. Sommige onderliggende oorzaken van het ELB-probleem kunnen structureel van aard en dus van langere duur zijn (Buitier en Rahbari, 2015). Zo hebben de lagere trendmatige groei, de verslechterende

demografische tendensen, de toenemende ongelijkheid en de spaaroverschotten in de opkomende markten allemaal bijgedragen tot de daling van de gemiddelde reële rente tijdens de afgelopen dertig jaar (Rachel en Smith, 2015). Parallel met de succesvolle strijd van de centrale banken tegen de te hoge inflatie in de jaren zeventig en tachtig, zijn ook de nominale rentetarieven teruggelopen. Als gevolg daarvan beschikken de monetairbeleidsmakers vandaag, vergeleken met een generatie geleden, over minder ruimte om recessies tegen te gaan. Daarbovenop is de macro-economische volatiliteit sedert de financiële crisis toegenomen, waardoor er een einde kwam aan meer dan twee decennia van 'Great Moderation'. Dit betekent dat de verkleinde manoeuvreerruimte van het monetair beleid naar verwachting vaker zal worden gebruikt⁽¹⁾. Wellicht zullen de centrale banken voortaan dan ook vaker worden geconfronteerd met het ondergrensprobleem. Beleidsopties die het ELB-probleem duurzaam zouden verkleinen, verdienen dan ook onze aandacht.

Er zijn uiteenlopende voorstellen gedaan om de ondergrens te omzeilen, gaande van het verhogen van de gemiddelde nominale rentetarieven door een opwaartse herziening van de inflatiedoelstelling, tot het zoeken van manieren om negatieve rente te heffen op contant geld – zoals een zegelrecht op bankbiljetten of een gereguleerde wisselkoers tussen contant geld en deposito's – of de volledige afschaffing van cash geld⁽²⁾. Tot dusver heeft geen enkele centrale bank echter getracht een van deze maatregelen in praktijk te brengen. Dat komt doordat elk van deze potentiële oplossingen ook een aantal specifieke problemen met zich brengt. Het belangrijkste bezwaar tegen de verhoging van de inflatiedoelstelling is bijvoorbeeld dat ze de geloofwaardigheid van de centrale bank, en dus ook de verankering van de inflatieverwachtingen, zou kunnen aantasten. De mogelijkheden om op cash geld een impliciete rente te heffen, hebben dan weer als nadeel dat de praktische uitwerking niet vanzelfsprekend is, of in ieder geval een dure infrastructuur vereist. Een verbod op contant geld, ten slotte, zou aanzienlijke problemen opleveren inzake maatschappelijke acceptatie. Ten eerste wordt de toegang tot openbaar uitgegeven geld – zoals bankbiljetten – beschouwd als een sociale conventie (Haldane, 2015). Het betwisten van die conventie zou tot hevig publiek protest kunnen leiden. Een ander vaak gehoord argument is dat de afschaffing van contant

geld een inbreuk op de persoonlijke levenssfeer zou betekenen, aangezien anonieme transacties alleen met cash geld mogelijk zijn. Bovendien leidt de afschaffing van contant geld tot een verlies aan seigniorage-inkomsten voor de centrale bank.

De laatste tijd wordt echter steeds vaker geopperd dat de technische mogelijkheid om een CBDC uit te geven met behulp van de distributed ledger technology het ondergrensprobleem van de rentetarieven daadwerkelijk zou kunnen versoepelen (zie bijvoorbeeld Haldane, 2015; Raskin en Yermack, 2016 en Camera, 2017). De reden daarvoor is dat op een CBDC gemakkelijk een negatieve rente kan worden toegepast en dat ze tegelijkertijd de mogelijkheid biedt om contant geld niet zomaar af te schaffen, maar te vervangen door een elektronische variant. Door die benadering zouden directe vorderingen op de centrale bank kunnen blijven bestaan – zelfs als bankbiljetten niet langer beschikbaar zouden zijn – en zouden de seigniorage-inkomsten buiten schot blijven. Bovendien zou een CBDC op basis van een distributed ledger network in principe anonimiteit kunnen bieden aan de gebruikers, net als bankbiljetten. Zoals beschreven door Danezis en Meiklejohn (2016) in hun voorstel voor e-cash – de zogenoemde RSCoin – maakt de distributed ledger technology het immers mogelijk het geldaanbod te centraliseren, zonder dat de transacties centraal moeten worden beheerd. Zo zouden intermediairs (zoals commerciële banken) kunnen worden aangesteld voor de verzameling en goedkeuring van de transacties, zonder dat de centrale banken de persoonlijke gegevens van CBDC-bezitters moeten verwerken. Belangrijk is dat een CBDC het ondergrensprobleem ook kan beperken als aanvulling op contant geld, of als ze cash geld slechts ten dele zou vervangen. Het aanbod van een CBDC als alternatief soeverein monetair instrument zou immers, indien het op ruime schaal wordt gebruikt, een argument zijn om de grootste bankbiljettendenominaties af te schaffen. Aangezien de aanhoudingskosten voor de grootste denominaties het laagst zijn, zou de afschaffing van die biljetten de gemiddelde aanhoudingskosten voor contant geld verhogen en aldus de marge voor negatieve beleidsrentes vergroten (Rogoff, 2016).

Dit alles maakt van een CBDC een interessante beleidsop-
tie om de effectieve ondergrens uit de weg te ruimen en tegelijk de mogelijkheid te vrijwaren om als huishouden of als bedrijf (zijnde niet-bancaire economische subjecten) vorderingen aan te houden op de centrale bank. Het idee vergt evenwel ook enig voorbehoud. Zo blijkt uit een aantal studies dat het twijfelachtig is of de feitelijke ondergrens het monetair beleid daadwerkelijk minder doeltreffend maakt (zie bijvoorbeeld Swanson en Williams, 2014), wat de zoektocht naar oplossingen voor het ELB-probleem irrelevant zou maken. De redenering daarachter

(1) Chung *et al.* (2012) tonen bijvoorbeeld aan dat een herkalibratie van de precrisismodellen, die rekening houdt met de grotere macro-economische risico's tijdens de Grote Recessie, het aantal en de ernst van ELB-gebeurtenissen verhoogt.

(2) Voor een uitgebreid overzicht van concrete voorstellen in de literatuur, zie Haldane (2015). Zie meer bepaald de recente pleidooien van, bijvoorbeeld, Ball (2014) of Williams (2016) voor een verhoging van de inflatiedoelstelling. Voorstellen voor het heffen van een zegelrecht gaan terug tot Gesell (1916). De laatste tijd is het thema opnieuw ter sprake gebracht in het beleidsdebat, bijvoorbeeld door Goodfriend (2000) en Buiters en Panigirtzoglou (2003). De suggestie om een vlottende wisselkoers tussen contant geld en deposito's in te voeren, komt van Eisler (1932) en werd onlangs nieuw leven in geblazen en geactualiseerd door, onder meer, Buiters (2009) en Goodfriend (2016).

is dat de ELB het voor de centrale banken moeilijker maakt om de rente te verlagen tot ver onder nul, maar niet om de langetermijnrente te sturen. Er bestaat immers een reeks niet-conventionele monetairbeleidsinstrumenten – zoals forward guidance en aankopen van activa – om de effecten van de ELB op de lange rente te compenseren (zie ook Coeuré, 2015). Raskin en Yermack (2016) merken daarenboven op dat de invoering van negatieve rentetarieven voor huishoudens – zelfs indien gewettigd door de economische omstandigheden – openbaar protest zou kunnen uitlokken en dus op politieke weerstand zou kunnen botsen. In dat geval zou het aanrekenen van negatieve rentetarieven voor het publiek, als onderdeel van een strategie voor de ondersteuning van de economische vraag, de onafhankelijkheid van de centrale bank kunnen ondermijnen en de monetairbeleidstransmissie verzwakken. Daartegenover staat dat de centrale banken erover zouden kunnen waken dat ze geen al te negatieve rente toepassen op een CBDC. Dat leidt dan weer tot een ander probleem: indien de CBDC de uniforme nulvergoeding op bankbiljetten te dicht zou naderen, zou ze de feitelijke ondergrens veeleer verhogen dan verlagen. De reden daarvoor is dat de aanhoudingskosten van digitale bankbiljetten wellicht lager zijn dan die van fysieke biljetten. Een derde potentieel voorbehoud is dat een rentedragende CBDC niet alleen concurrentie zou kunnen betekenen voor fysiek geld, maar ook voor bankdeposito's. Die concurrentie kan de traditionele werking van de banksector danig verstoren. Het blijft evenwel onduidelijk wat dat betekent voor de financiële stabiliteit en voor de economische bedrijvigheid meer in het algemeen. De volgende paragraaf bevat een aantal, weliswaar nog vrij speculatieve, bedenkingen in dat verband.

3.2 Hoe zou digitaal centralebankgeld de banksector, de financiële stabiliteit en de economische bedrijvigheid beïnvloeden?

In een stelsel met een CBDC zouden burgers en bedrijven bij de centrale bank rekeningen mogen openen en aanhouden. Vooral indien die rekeningen ook rente zouden dragen, blijft er nauwelijks nog een onderscheid met traditionele rekeningen bij commerciële banken. Een CBDC beconcurrert derhalve rechtstreeks de deposito's van commerciële banken, en veroorzaakt aldus wellicht een gedeeltelijke verschuiving van deposito's van de commerciële banken naar de centrale bank.

Belangrijk is dat een dergelijke onttrekking niet zonder gevolgen zou blijven. Momenteel opereren de banken in een systeem van fractioneel bankieren (fractional reserve banking). Dat is het gebruik waarbij een bank deposito's aanvaardt, maar slechts een fractie van die deposito's als reserves bij de centrale bank aanhoudt. Het verschil

tussen de bank- en reservedeposito's weerspiegelt het geld dat banken creëren wanneer ze krediet verlenen. In feite creëert een bank, telkens ze een lening toestaat, tegelijkertijd een daarmee overeenstemmend deposito op de bankrekening van de kredietnemer, waardoor ze nieuw geld scheidt. Met andere woorden, in een systeem van fractioneel bankieren worden bankdeposito's slechts deels gedekt door centralebankgeld, en wordt de rest gebruikt om investeringen in de economie te financieren. Fractioneel bankieren houdt dus een looptijdtransformatie in, waarbij kortlopende deposito's doorgaans langlopende leningen financieren. Die looptijddiscrepancie maakt het bankwezen inherent kwetsbaar voor risico's inzake liquiditeitsfinanciering en aldus voor bankrups uit vrees dat liquiditeitsproblemen zouden omslaan in solvabiliteitsproblemen.

Uit wat voorafgaat, blijkt dat de invoering van een CBDC, doordat op die manier deposito's worden onttrokken aan commerciële banken, fractioneel bankieren en de daarmee samenhangende liquiditeits- en solvabiliteitsrisico's zou beperken. Dat zou het financieel stelsel veiliger kunnen maken, met minder gevaar voor verstoringen in de monetairbeleidstransmissie. Dit betekent ook, als belangrijk neveneffect, dat er minder behoefte is aan depositogaranties of aan kredietfaciliteiten in laatste instantie.

De potentiële economische consequenties en beleidsimplicaties van het indammen van fractioneel bankieren blijven echter niet beperkt tot dat gunstige resultaat. In feite moet rekening worden gehouden met de balanseffecten die de invoering van een CBDC zou kunnen sorteren. De initiële impact van een verschuiving van middelen van deposito's naar digitaal centralebankgeld is duidelijk: de passiva van de banken dalen, terwijl die van de centrale bank stijgen. Het blijft evenwel onzeker welke balansposten moeten worden aangepast om het evenwicht te herstellen. Er zijn verschillende uitkomsten denkbaar, met uiteenlopende beleidsimplicaties, maar het is niet duidelijk welke uitkomst het meest waarschijnlijk is (zie Figuur 2 voor een schematisch overzicht).

Nauw bankieren: veiliger financieel systeem

De meest positieve uitkomst zou het systeem zijn dat voorstanders van zogenoemde 'publieke geldschepping' omschrijven als 'nauw bankieren', beter bekend als 'narrow banking' (Figuur 2a). In een nauw bankstelsel maakt het voor banken geen verschil uit of ze hun investeringen financieren met liquide deposito's of met minder voor bankrups vatbare passiva, zoals aandelen en langerlopende schuld. In dat geval, wanneer digitaal centralebankgeld de toegang van een bank tot deposito's zou doen opdrogen, zou die bank zich derhalve gewoon wenden tot de private

GRAFIEK 2 ECONOMISCHE GEVOLGEN VAN DIGITAAL CENTRALEBANKGELD (CBDC): VIER SCENARIO'S

(a) NAUW BANKIEREN (<i>Narrow banking</i>)					
Centrale bank		Commerciële banken		Private sector	
Activa	Passiva	Activa	Passiva	Activa	Passiva
Herfinanciering ECB	CBDC ↑ ↓	Leningen	Deposito's ↓	Deposito's ↓	Leningen
Overige activa	Bankreserves Eigen vermogen	Bankreserves Overige activa	Herfinanciering ECB Overige passiva ↑	CBDC ↑ ↓ Overige activa ↑	Overige passiva

(b) VERSTOORDE KREDIETVERLENING					
Centrale bank		Commerciële banken		Private sector	
Activa	Passiva	Activa	Passiva	Activa	Passiva
Herfinanciering ECB	CBDC ↑ ↓	Leningen ↓	Deposito's ↓	Deposito's ↓	Leningen ↓
Overige activa	Bankreserves Eigen vermogen	Bankreserves Overige activa	Herfinanciering ECB Overige passiva	CBDC ↑ ↓ Overige activa	Overige passiva

(c) OPGEZWOLLEN CENTRALEBANKBALANS					
Centrale bank		Commerciële banken		Private sector	
Activa	Passiva	Activa	Passiva	Activa	Passiva
Herfinanciering ECB ↑	CBDC ↑	Leningen	Deposito's ↓	Deposito's ↓	Leningen
Overige activa	Bankreserves Eigen vermogen	Bankreserves Overige activa	Herfinanciering ECB ↑ Overige passiva	CBDC ↑ Overige activa	Overige passiva

(d) VERSTOORDE FINANCIËLE STABILITEIT					
Centrale bank		Commerciële banken		Private sector	
Activa	Passiva	Activa	Passiva	Activa	Passiva
Herfinanciering ECB	CBDC ↑ ↓	Leningen ↓ ↑	Deposito's ↓ ↑	Deposito's ↓ ↑	Leningen ↓ ↑
Overige activa	Bankreserves Eigen vermogen	Bankreserves Overige activa	Herfinanciering ECB Overige passiva	CBDC ↑ ↓ Overige activa	Overige passiva

Toelichting: De blauwe pijlen geven de initiële impact weer van de invoering van een CBDC op de balansposten van de centrale bank, de commerciële banken en de private sector. De bewegingen worden vergeleken met de hypothetische situatie (geen invoering van een CBDC), bij overigens gelijkblijvende omstandigheden. Eenvoudigheidshalve wordt geen rekening gehouden met enige impact van digitaal centralebankgeld op het aantal bankbiljetten in omloop, dat derhalve volledig buiten beschouwing wordt gelaten. De rode pijlen wijzen op de richting waarin de balansposten moeten worden aangepast om het evenwicht te herstellen in vier verschillende scenario's. 'Nauw bankieren' verwijst naar het scenario waarin de commerciële banken erin slagen alternatieve financiering in de private sector aan te trekken om de verloren deposito's te helpen vervangen. 'Verstoorde kredietverlening' is het scenario waarin een uitgebreide substitutie van deposito's door digitaal centralebankgeld leidt tot een afname van de financiering van de banksector met negatieve overloopeffecten op de kredietschepping. 'Opgezwollen centralebankbalans' wijst op het geval waarin de centrale bank een verstrekker van alternatieve bankfinanciering wordt. Ten slotte verwijst een 'verstoorde financiële stabiliteit' naar het scenario waarin een CBDC wordt aangewend voor digitale bankruns.

markten om haar schuld- en aandelenfinanciering op te voeren. Wat een bank daarbij 'nauwer' maakt, is dat de liquiditeitsstructuur van haar activa en die van haar passiva beter op elkaar zijn afgestemd. In dat scenario zijn de netto-effecten van een CBDC op het financieel stelsel, het

monetair beleid en de economie in ruimere zin positief: het enige dat gebeurt, is dat de banksector veiliger wordt – wat de monetairbeleidstransmissie versterkt –, terwijl de kredietverlening niet wordt aangetast omdat de deposito's worden vervangen door een stabielere financiering.

Kader – ‘Narrow banking’ lijkt op ‘full reserve banking’ maar is niet hetzelfde

Het aanwenden van nauw bankieren (narrow banking) om de financiële stabiliteit te waarborgen, strookt met het gevestigde idee van een volledige reserivedekking (full reserve banking – FRB)⁽¹⁾. In beide gevallen zou de praktijk van looptijdinzetting immers worden beperkt: bij een volledige reserivedekking zouden de banken centralebankreserves aanhouden voor het totaalbedrag van hun deposito's, terwijl ze bij nauw bankieren hun kredietverlening vooral zouden financieren met langlopende passiva, en de retailcliënten een deel van hun deposito's zouden aanhouden op rekeningen bij de centrale bank. Het eerste FRB-voorstel kwam van David Ricardo. In zijn 'Plan for the Establishment of a National Bank' (opgesteld in 1823) stelde Ricardo (1951) dat de uitgifte van bankbiljetten moet worden gescheiden van de commerciële kredietverstrekking⁽²⁾. Omdat in die tijd papiergeld het belangrijkste betaalmiddel was, stelde dit plan de facto voor de geldcreatie te scheiden van de kredietverlening, of anders gezegd het monetair beleid en het kredietbeleid gescheiden te houden.

In de jaren dertig, toen werd gezocht naar beleidsreacties om het vertrouwen van het publiek tijdens de Grote Depressie te herstellen, dook het FRB-idee weer op in het beroemde Chicago Plan. In dat veelbesproken academische voorstel werd gesuggereerd het verbod op private geldcreatie uit te breiden tot commerciële bankdeposito's, en daardoor een einde te maken aan het fractioneel bankieren. Het plan werd uiteindelijk niet aangenomen en het FRB-idee werd niet opgenomen in de bankwetten van 1933 (beter bekend als de Glass-Steagall Act) en 1935⁽³⁾.

Eenvoudig gezegd, kan het CBDC-voorstel het Chicago Plan nieuw leven inblazen. Een nauwe banksector houdt echter geen strikt verbod op fractioneel bankieren in. In die zin lijkt een nauw bankwezen (na de invoering van een CBDC) veeleer op de afgezwakte versie van het FRB-voorstel van James Tobin. Om de behoefte aan een depositogarantie te verminderen, voerde Tobin (1985, 1987) aan dat de overheid een zogenoemde 'gedeponeerde valuta' (deposited currency) zou moeten creëren. Die valuta zou gebaseerd zijn op het FRB-principe en zou worden gedeponeerd op rekeningen bij de centrale bank. Tegelijkertijd zouden de commerciële banken nog steeds zelf deposito's mogen aantrekken en daar nieuwe kredieten mee mogen verstrekken. Slechts een deel van de opvraagbare deposito's zou met andere woorden functioneren volgens het FRB-principe, en de omvang daarvan zou worden bepaald door de markt.

(1) Voor een uitgebreid overzicht van de literatuur en de geschiedenis van de voorstellen inzake full reserve banking, zie Bossone (2001), Lainà (2015) en Goodhart en Jensen (2015).

(2) Volgens Phillips (1992) diende Ricardo's plan als leidraad voor de Amerikaanse Bank Charter Act van 1844, die private geldcreatie in de vorm van bankbiljetten verbood.

(3) In plaats van enige vorm van private geldcreatie te voorkomen, brachten de bankwetten een scheiding aan tussen commercieel bankieren en investeringsbankieren, stelden ze een depositogarantie in en verbeterden ze de controle van de overheid over het monetair beleid.

Verstoorde kredietverlening: een veiliger financieel stelsel, maar met een structurele rem op de economische bedrijvigheid

Hoe realistisch dat optimistisch scenario is, hangt af van de vraag of de banken feitelijk bereid, maar ook in staat zijn het grootste deel van hun middelen te verwerven via aandelen en langlopende schuld. Daarover lopen de meningen uiteen. Deposito's worden vaak beschouwd als een goedkope en betrouwbare financieringsbron en zouden daarom de voorkeur van de banken genieten boven alternatieve financieringsbronnen. De verdedigers van de zogeheten theorie van Modigliani en Miller (1958), daarentegen, zouden aanvoeren dat die veronderstelling onjuist is. Dat aandelenfinanciering momenteel duurder lijkt

dan deposito's, kan bijvoorbeeld niet los worden gezien van de huidige financieringsstructuur van de banken (zie bijvoorbeeld Cochrane, 2014). Hoe meer de activa van een bedrijf met aandelen worden gefinancierd, hoe meer potentiële verliezen immers kunnen worden gespreid over een groter aantal aandeelhouders, en hoe goedkoper de gemiddelde kapitaal eenheid wordt. Onvolkomenheden in de markt mogen echter niet worden genegeerd: zelfs al zouden de banken bereid zijn alternatieve financiering te zoeken, het staat geenszins vast dat ze daar werkelijk zouden in slagen. Huishoudens zouden bijvoorbeeld kunnen aarzelen om illiquide niet-depositoverplichtingen van banken aan te houden indien ze de praktijk van looptijdtransformatie beschouwen als een middel om problemen met asymmetrische informatie over de risicograad van de

activa van banken en in het bijzonder over hun kredieten op te lossen (Diamond en Rajan, 2001). Het aangevoerde argument is dat het risico van een aan looptijdtransformatie inherente bankrun de banken ertoe aanzet geen onverantwoorde kredieten te verstrekken.

Dit alles betekent dat een algemene vervanging van bankdeposito's door digitaal centralebankgeld, in plaats van enkel de banksector te vernauwen, ook wel eens de financieringsbronnen van een bank zou kunnen aantasten (Figuur 2b). Een dergelijk resultaat zou de kredietmarkt verkrappen of ten minste de debetrente verhogen; daardoor zou het wellicht de investeringen en de economische bedrijvigheid afremmen. De huishoudens alsook veel kleine en jonge bedrijven zijn immers afhankelijk van de banksector om te voorzien in hun kredietbehoeften, aangezien ze amper toegang hebben tot de kapitaalmarkten. In dit tweede hypothetische scenario zou de concurrentie van de CBDC voor de bankdeposito's aldus kunnen uitmonden in een structurele afname van de economische bedrijvigheid ten gevolge van een krap kredietaanbod.

Opgezwollen centralebankbalans: een veiliger financieel stelsel, maar met een bedreiging voor de onafhankelijkheid van de centrale bank

Het blijft een punt van discussie of de centrale bank dient in te grijpen om de door een CBDC veroorzaakte neerwaartse druk op de beschikbaarheid van bankkrediet te handhaven. Ze zou dat kunnen doen door alternatieve bankfinanciering te verstrekken (bijvoorbeeld door haar herfinancieringstransacties op te voeren) of zelfs door rechtstreeks krediet te verstrekken aan de niet-bancaire sector (Figuur 2c). In beide gevallen zou de centralebankbalans fors kunnen groeien – afhankelijk van de mate waarin een CBDC de bankdeposito's zou beconcurreren. Voorstanders zouden kunnen aanvoeren dat een dergelijke groei kan leiden tot aanzienlijke seigniorage-winsten voor de overheid⁽¹⁾. Bovendien zou de centrale bank, door haar balansomvang uit te breiden, meer zeggenschap krijgen over de financiële voorwaarden in ruime zin, waardoor ze beter in staat is de macro-economische stabiliteit te waarborgen. Volgens kritische stemmen, daarentegen, zou een gezwollen centralebankbalans de onafhankelijkheid van de centrale bank bedreigen, en daardoor het vertrouwen schaden in de vastberadenheid van de centrale bank om haar beoogde doelstellingen na te streven. Door haar activa zo sterk uit te breiden, tast de centrale bank in

feite de grenzen van haar mandaat af, door niet alleen op te treden als hoedster van de prijsstabiliteit, maar ook een toenemende rol te spelen bij de allocatie van middelen. Deze handelwijze zou protest kunnen uitlokken, zowel in politieke kringen als bij het publiek, aangezien zulke beleidsmaatregelen met duidelijke verdelingseffecten in een democratische samenleving tot de bevoegdheid van verkozen politici behoren.

Verstoorde financiële stabiliteit: verhoogd risico op bankruns, volatiele kredietverlening en een toename van schaduwbankieren

Uit de analyse blijkt tot dusver dat een vervanging van bankdeposito's door een CBDC, omdat die het fractioneel bankieren inperkt, de financiële en macro-economische stabiliteit zou kunnen versterken maar ook de groeivoorzichten zou kunnen drukken, mocht ze de kredietverlening in het gedrang brengen. Bovendien is er ook reden tot bezorgdheid dat het onttrekken van deposito's aan commerciële banken een bedreiging zou vormen voor de financiële stabiliteit, een bedreiging die de monetairbeleidstransmissie zou belemmeren in plaats van ze te ondersteunen. Ten eerste zou de invoering van een CBDC, zelfs indien de banken zowel bereid als in staat zijn om alternatieve financiering aan te trekken, de kredietverlening volatieler kunnen maken. In feite zou een CBDC, door de economie een additioneel en zeer vlot toegankelijk veilig actief te bieden, verschuivingen naar veiliger beleggingen kunnen vergemakkelijken (zie bijvoorbeeld Broadbent, 2016; Dommerholt en Van Tilburg, 2016)⁽²⁾. Wellicht zal dan merkbaar worden dat bij de commerciële banken middelen wegvloeien in periodes van financiële spanningen, en dat ze naar die banken terugvloeien wanneer de risicoaversie laag is. In een dergelijke omgeving zou de centrale bank ertoe genoopt worden vaker – in plaats van minder vaak – haar rol als kredietgever in laatste instantie te vervullen. Ten tweede zouden de aan digitaal centralebankgeld verbonden risico's van een afname van de financiering voor de banken de private sector ertoe kunnen aanzetten een beroep te doen op schaduwbankactiviteiten. Dat zou zich specifiek voordoen wanneer de looptijdtransformatie wordt beschouwd als een noodzakelijk kenmerk van een markteconomie (bijvoorbeeld, zoals hierboven werd besproken, om de banken aan te sporen tot discipline). In dit geval mag meer bepaald worden verwacht dat de financieel intermediairs zogenoemde bijna-geldinstrumenten ontwikkelen als alternatieve liquide financieringsbronnen (zie bijvoorbeeld Goodhart en Jensen, 2015). Dat zou een negatieve impact op de kredietverlening temperen, maar het zou ook de voordelen van het prudentieel toezicht missen, waardoor de risico's voor de financiële stabiliteit groter worden.

(1) Zulke seignioragewinsten zouden in feite neerkomen op een overdracht van seigniorage-inkomsten van de private sector naar de overheidssector, en zouden aldus tegemoetkomen aan de stelling van voorstanders van een volledige reservedekking dat geldcreatie een staatsmonopolie zou moeten zijn (zie bijvoorbeeld Goodhart en Jensen (2015) en de daarin opgenomen referenties voor een discussie over die stelling).

(2) Voor een eerdere discussie over dit thema in de context van full reserve banking, zie ook Goodhart (1987 en 1993).

Conclusie

Technologische innovaties hebben de deur geopend voor de ontwikkeling van aan chartaal geld verwante instrumenten waarmee elektronische transacties kunnen worden verricht; deze lijken op deposito's, maar zonder dat daarbij financieel intermediairs betrokken zijn om de transactie te vereffenen, net als bij contant geld. Omdat ze het beste van twee werelden combineren, zouden die zogeheten digitale valuta's een sterke concurrentie kunnen betekenen voor de traditionele monetaire instrumenten. Een dergelijke concurrentie zou voor het monetair beleid uitdagingen maar ook kansen impliceren.

Digitaal geld werd tot dusver uitgegeven door private spelers. Die private initiatieven worden nauwlettend gevolgd, aangezien ze de monetairbeleidstransmissie dreigen te verstoren indien dat geld algemeen zou worden aanvaard als een nuttig monetair instrument dat niet alleen fungeert als ruilmiddel maar ook als beleggingsinstrument en rekeneenheid. Door de plaats in te nemen van het conventionele geld, zoals contant geld en girale deposito's, zou algemeen aanvaard privaat digitaal geld bijvoorbeeld de controle van een centrale bank over de monetaire voorwaarden aanzienlijk kunnen verminderen. Dat zou niet alleen het vermogen van een centrale bank om de rente te sturen kunnen beperken, maar ook haar mogelijkheden om op te treden als kredietgever in laatste instantie. Niettemin zullen dergelijke monetairbeleidsrisico's wellicht beperkt blijven, aangezien er redenen zijn om te betwijfelen dat door de private sector uitgegeven digitaal geld ooit algemeen aanvaard zou worden: niet alleen verhindert de huidige hoge volatiliteit van de wisselkoers van private digitale valuta's dat ze algemeen worden gebruikt,

maar ze hebben ook geen fundamentele waarde zolang de autoriteiten die valuta's niet erkennen als regulier geld.

Digitaal geld impliceert voor het monetair beleid niet alleen uitdagingen. In feite wordt de technologie die privaat digitaal geld ondersteunt, in toenemende mate bestudeerd voor een mogelijke toepassing ervan bij de uitgifte van een elektronisch vervangmiddel van contant geld door de centrale banken – een zogeheten central bank digital currency (CBDC). Een veelbelovende kans voor het monetair beleid is dat een CBDC de effectieve ondergrensbepijking voor de nominale rente kan helpen versoepelen, wat de macro-economische stabiliteit zou kunnen bevorderen. Het blijft echter onzeker in hoeverre en in welke richting een soevereine digitale valuta de banksector en de financiële stabiliteit zou beïnvloeden. Enerzijds kan de invoering van digitaal centralebankgeld, door de bankdeposito's concurrentie aan te doen, het fractioneel bankieren beperken, en daardoor de financiële stabiliteit verstevigen. Anderzijds kan een te ruime vervanging van bankdeposito's door digitaal centralebankgeld leiden tot een sterke afname van de financiering van de banksector, met negatieve overloopeffecten op de kredietschepping en de economische bedrijvigheid. Bovendien zou een CBDC, door de economie een additioneel en zeer vlot toegankelijk veilig actief te bieden, kunnen worden aangewend voor digitale bankruns, en zou het aldus de financiële stabiliteit en de efficiëntie van het monetair beleid ondermijnen in plaats van te bevorderen. Nader onderzoek is dan ook noodzakelijk om de kansen en risico's verbonden aan de mogelijkheid om een soevereine digitale valuta uit te geven, beter te begrijpen en te beoordelen. Enkel dan kan een evenwichtige beleidsbeslissing worden genomen.

Bibliografie

Ali R., J. Barrdear, R. Clews en J. Southgate (2014), 'The economics of digital currencies', *Bank of England Quarterly Bulletin*, 54(3), 276-286.

Ball L. (2014), *The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent*, IMF Working Paper 14/92.

Barrdear J. en M. Kumhof (2016), *The macroeconomics of central bank issued digital currencies*, Bank of England, Staff Working Paper 605.

Bernanke B. (2013), *Bitcoin and other virtual currencies 'may hold long-term promise'*, letter ahead of the US congressional hearing on Bitcoin, 18 November, available at: <https://qz.com/148399/ben-bernanke-bitcoin-may-hold-long-term-promise/>.

BIS (2015), *Digital Currencies*, Committee on Payments and Market Infrastructures, November.

Bolt W. en M.R.C.van Oordt (2016), *On the Value of Virtual Currencies*, Bank of Canada, Staff Working Paper 2016-42.

Bossone B. (2001), *Should Banks be narrowed?*, IMF Working Paper 01/195.

Broadbent B. (2016), *Central banks and digital currencies*, Speech at the London School of Economics, London, 2 March.

Buiter W. (2009), 'Negative interest rates: Three ways to overcome the zero lower bound', *The North American Journal of Economics and Finance*, 20(3), 213-238.

Buiter W. en N. Panigirtzoglou (2003), 'Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with Negative Interest on Currency: Gesell's Solution', *Economic Journal*, 113(490), 723-746.

Buiter W. en E. Rahbari (2015), *High Time to Get Low: Getting Rid of the Lower Bound On Nominal Interest Rates*, Citi Research, Economics, Global Economics View, April.

Camera G. (2017), 'A perspective on electronic alternatives to traditional currencies', Sveriges Riksbank, *Economic Review*, 17(1), 126-148.

Chung H., J.P. Laforde, D. Reifschneider en J. Williams (2012), 'Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?', *Journal of Money, Credit and Banking*, 44(1), 47-82.

Cochrane J. (2014), *Towards a run-free financial system*, University of Chicago Booth School of Business, Working Paper.

Coeuré B. (2015), *How Binding is the Zero Lower Bound?*, Speech at the Conference on 'Removing the Zero Lower Bound on Interest Rates', London, 18 May.

Danezis G. en S. Meiklejohn (2016), *Centrally Banked Cryptocurrencies*, Manuscript.

Diamond W. en R. Rajan (2001), 'Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial fragility: A Theory of Banking', *Journal of Political Economy*, 109(2), 287-327.

Dommerholt B en R. Van Tilburg (2016), 'De voor- en nadelen van publieke geldschepping', *Economisch Statistische Berichten*, 102(1), 36-39.

Eisler R. (1932), *Stable money, the remedy for the economic world crisis: a programme of financial reconstruction for the International conference*, London, The Search Publishing Co. LTD.

Fung B.S.C en H. Halaburda (2016), *Central Bank Digital Currencies: A Framework for Assessing Why and How*, Bank of Canada, Staff Discussion Paper 2016-22.

Gesell S. (1916), *Die Natuerliche Wirtschaftsordnung*, Rudolf Zitzmann Verlag, available in English as *The Natural Economic Order* (1958), London, Peter Owen Ltd.

Goodfriend M. (2000), 'Overcoming the Zero Bound in Interest Rate Policy', *Journal of Money, Credit and Banking*, 32(4), 1007-1035.

Goodfriend M. (2016), *The Case for Unencumbering Interest Rate Policy at the Zero Bound*, Paper presented at the Jackson Hole Economic Policy Symposium ('Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future'), Jackson Hole, Wyoming, 26-27 August.

Goodhart C. (1987), 'Why Do Banks Need a Central Bank?', *Oxford Economic Papers*, 39(1), 75-89.

Goodhart C. (1993), 'Can We Impose the Structure of Financial Systems?', *European Economic Review*, 37(1), 269-291.

Goodhart C. en M. Jensen (2015), 'A Commentary on Patrizio Lainà's 'Proposals for Full Reserve Banking: A Historical Survey from David Ricardo to Martin Wolf'', *Economic Thought*, 4(2), 20-31.

Haldane A. (2015), *How low can you go?*, Speech at the Portadown Chamber of Commerce, Northern Ireland, 18 September.

Krugman P. (2013), 'Bitcoin is Evil', *New York Times*, 28 December.

Lainà P. (2015), *Proposals for Full-Reserve Banking: A Historical Survey from David Ricardo to Martin Wolf*, University of Helsinki (Department of Political and Economic Studies), Working Paper.

Lo S. en J.C. Wang (2014), 'Bitcoin as Money', Federal Reserve Bank of Boston, *Current Policy Perspectives*, 14-4.

Mersch Y. (2017), *Digital Base Money: an assessment for the ECB's perspective*, Speech at the farewell ceremony for Pentti Hakkarainen, Deputy Governor of Suomen Pankki – Finlands Banks, Helsinki, 16 January.

Modigliani F. en M. Miller (1958), 'The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment', *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Phillips R. (1992), *The 'Chicago Plan' and New Deal Banking Reform*, Jerome Levy Economics Institute, Working Paper 76.

Rachel L. en T. Smith (2015), *Secular drivers of the global real interest rate*, Bank of England, Staff Working Paper 571.

Raskin M. en D. Yermack (2016), *Digital Currencies, Decentralized Ledgers, and the Future of Central Banking*, NBER Working Paper 22238.

Ricardo D. (1951), *The Works and Correspondence of David Ricardo. Volume 4: Pamphlets and Papers 1815-1823*, Cambridge, Cambridge University Press.

Rogoff K (2016), *The curse of cash*, Princeton, New Jersey, Princeton University Press.

Skingsley C. (2016), *Should the Riksbank issue e-krona?*, Speech given at FinTech Stockholm 2016, Stockholm, 16 November.

Smets J. (2016), *FinTech and Central Banks*, Speech at the conference on 'FinTech and the Future of Retail Banking', Brussels, 9 December.

Swanson E.T. en J.C. Williams (2014), 'Measuring the Effect of the Zero Lower Bound on Medium- and Longer-Term Interest rates', *American Economic Review*, 104(1), 3154-3185.

Tobin J. (1985), 'Financial Innovation and Deregulation in Perspective', *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 3(2), 19-29.

Tobin J. (1987), 'The Case for Preserving Regulatory Distinctions', in Federal Reserve Bank of Kansas City (ed.): *Restructuring the Financial System*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, 167-183.

UK Government Office for Science (2016), *Distributed Ledger Technology: Beyond Block Chain*.

Williams J. (2016), *Monetary Policy in a Low R-star World*, Federal Reserve Bank Of San Francisco, Economic Letter, 2016-23.

De diensteninflatie: België een uitzondering

J. Jonckheere
H. Zimmer

Inleiding

Op verzoek van de minister van Economie hebben de FOD Economie (Prijzenobservatorium en Algemene Directie Statistiek – Statistics Belgium), de Nationale Bank van België en het Federaal Planbureau in het kader van het Instituut voor de Nationale Rekeningen samen een onderzoek ingesteld naar de diensteninflatie.

Tijdens de periodes van toenemende inflatieverschillen tussen België en zijn drie voornaamste buurlanden (Frankrijk, Duitsland, Nederland) waren de prijzen van energiedragers vaak de oorzaak van de hogere inflatiecijfers in België. In 2015 en 2016 onderscheidde België zich opnieuw, maar toen waren het de dienstenprijzen die de omvang van het inflatieverschil verklaarden.

In dit artikel worden de voornaamste resultaten van het aan de minister overhandigde en op 7 maart 2017 gepubliceerde verslag weergegeven en wordt nader ingegaan op sommige aspecten ervan. Het artikel is als volgt opgebouwd: eerst wordt de omvang van de totale inflatie en van de diensteninflatie in België gemeten en vergeleken met die in onze drie voornaamste buurlanden. Vervolgens wordt gefocust op de uitsplitsing van de diensteninflatie teneinde na te gaan aan welke subcomponenten van de diensten het inflatieverschil tussen België en zijn drie voornaamste buurlanden het meest kan worden toegeschreven. In een derde 'transversaal' hoofdstuk worden verscheidene, voornamelijk conjuncturele en institutionele

factoren (gereguleerde prijzen, marktwerking, enz.) onderzocht. Tot slot bevat het vierde en laatste hoofdstuk een samenvatting van de door de FOD Economie verrichte grondige analyse van de branches 'restaurants en cafés' en 'telecommunicatie'. Het waren die categorieën waaraan de afgelopen jaren het verschil in diensteninflatie tussen België en zijn drie voornaamste buurlanden grotendeels kon worden toegeschreven.

1. Verloop van de inflatie in België en in de drie voornaamste buurlanden

De inflatieverschillen tussen België en de drie voornaamste buurlanden – net als over het algemeen de inflatieverschillen tussen de andere landen van het eurogebied – zijn geen nieuw of uitzonderlijk verschijnsel. Ze kwamen al aan de orde in analyses van de Bank⁽¹⁾.

Het gemiddelde van de drie voornaamste buurlanden wordt gewogen berekend, dat betekent rekening houdend met het gewicht van elk land in de geharmoniseerde index der consumptieprijzen (HICP), gebaseerd op de consumptieve bestedingen van de huishoudens uit de nationale rekeningen⁽²⁾.

Over de periode 1998-2016 (de langste periode waarvoor men over gegevens beschikt om de inflatie in de drie voornaamste buurlanden op geaggregeerde wijze te berekenen), bedroeg de totale inflatie in België gemiddeld 1,9%, met een standaardafwijking van 1,2 procentpunt. In de drie voornaamste buurlanden beliep ze gemiddeld 1,5% (1,4% in Duitsland, 1,5% in Frankrijk en 1,9% in Nederland), met een geringere standaardafwijking

(1) Bijvoorbeeld Aucremanne *et al.* (2010).

(2) De relatieve gewichten in de groep van drie bedroegen in 2016 52% voor Duitsland, 39% voor Frankrijk en nagenoeg 10% voor Nederland.

TABEL 1 HISTORISCH VERLOOP EN VARIABILITEIT VAN DE INFLATIE

	Gemiddelde groei op jaarbasis 1998-2016 (jaar-op-jaar verandering van de prijsindex, in %)		Standaardafwijking januari 1998 – december 2016 ⁽¹⁾	
	België	Drie voornaamste buurlanden	België	Drie voornaamste buurlanden
Totaal	1,9	1,5	1,2	0,8
Diensten	2,1	1,7	0,5	0,5
Energie	2,7	2,9	10,1	6,4

Bron: EC.

(1) Op basis van de jaar-op-jaar verandering van de maandindex.

van 0,8 procentpunt (0,9 procentpunt in Duitsland en Frankrijk, maar 1,3 procentpunt in Nederland).

Tijdens de periodes van toenemende inflatieverschillen (2000, 2008, 2010, 2011) waren het vaak de energiedragers die de hogere inflatiecijfers in België verklaarden. Na een periode van relatief bij elkaar aansluitende inflatiecijfers (grosso modo medio 2012 – medio 2015), onderscheidde België zich opnieuw van zijn drie voornaamste buurlanden, maar ditmaal was de grootte van het inflatieverschil toe te schrijven aan de dienstenprijzen.

In België is het relatieve belang van de componenten die het sterkst aan de inflatie bijdragen, mettertijd veranderd. De diensten hebben de inflatie (sinds de beschikbaarheid van de HICP-index) steeds opgedreven. Enerzijds is het zo dat van de vijf voornaamste categorieën van goederen en diensten die de standaardconsumptiemand uitmaken, de diensten het zwaarst wegen in de HICP. Dat gewicht is ook regelmatig toegenomen. In 2016 bedroeg het 42,4% (tegen 31,2% in 1998). Anderzijds werd tijdens de beschouwde periode op geen enkel ogenblik een jaar-op-jaar daling van de dienstenprijzen opgetekend en varieerde de inflatie er beduidend minder sterk dan in de overige categorieën van de prijsindex.

In de diensten nam de inflatie op jaarbasis tijdens de periode 1998-2016 gemiddeld beschouwd met 2,1% toe, dat is 0,4 procentpunt meer dan het gemiddelde in de drie voornaamste buurlanden. Het betreft bovendien een categorie waarvan de prijzen weinig volatiel zijn (historische standaardafwijking van 0,5 procentpunt, net als het gemiddelde in de drie voornaamste buurlanden). Uit de specificatie van de diverse landen blijkt het bijzondere

karakter van Nederland, waar de diensteninflatie gemiddeld 2,4% belooft en de standaardafwijking groter is dan elders, namelijk 1,2 procentpunt.

In 2015 en 2016, dat was de laatste periode waarin het verschil tussen België en zijn drie voornaamste buurlanden toenam, bedroeg het inflatieverschil in de diensten gemiddeld beschouwd 1,2 procentpunt.

Deze bevindingen vereisen onvermijdelijk aanvullende analyse teneinde inzicht te verwerven in het lage inflatiepeil in de drie voornaamste buurlanden en in het eurogebied. Hoewel sommige factoren daarvan worden bestudeerd, valt een dergelijk grondig onderzoek buiten het bestek van dit artikel⁽¹⁾.

2. Uitsplitsing van het inflatieverschil in de diensten

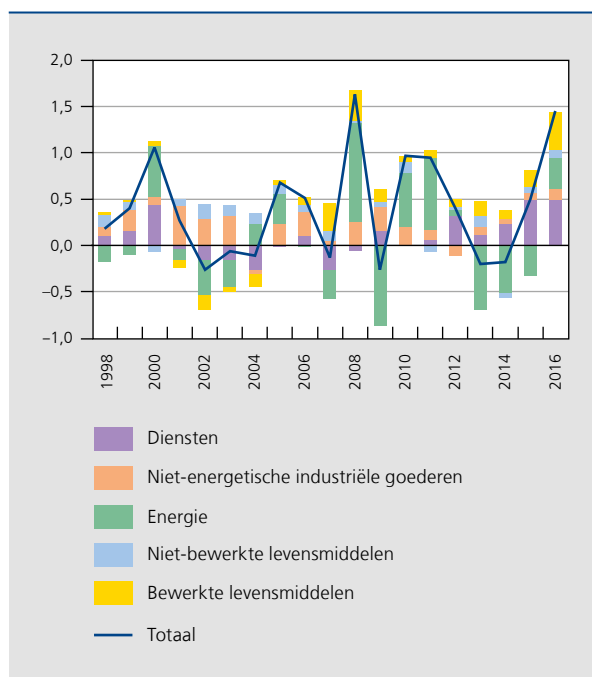
Door aan de hand van hun wegingen te berekenen welke bijdrage de categorieën van goederen en diensten waaruit de prijsindex bestaat, aan de inflatie leveren, kan worden bepaald welke categorieën het inflatieverschil tussen België en de buurlanden grotendeels verklaren. In dat opzicht zij opgemerkt dat het aandeel van de diensten in de consumptiekorf in België aansluit bij dat in de buurlanden en dat het met 42% in 2016 zelfs iets kleiner was (44% in Frankrijk, 45% in Nederland en 46% in Duitsland).

Sinds 2009 hebben de diensten systematisch een positieve bijdrage geleverd aan het inflatieverschil, zonder altijd – samen met de levensmiddelen en de niet-energetische industriële goederen – de soms sterk negatieve bijdrage van energie te compenseren. Het inflatieverschil tussen België en de drie voornaamste buurlanden was in 2009, 2013 en 2014 immers negatief. In 2010 leverden

(1) De Bank heeft daarentegen deelgenomen aan een werkgroep die belast was met het bestuderen van de oorzaken van de lage inflatie in het eurogebied. Zie Ciccarelli en Osbat (2017).

GRAFIEK 1 UITSPLITSING VAN HET INFLATIEVERSCHIL TUSSEN BELGIË EN DE DRIE VOORNAAMSTE BUURLANDEN

(bijdrage in procentpunt)



Bron: EC.

de diensten een zeer licht positieve bijdrage. In dat jaar was de diensteninflatie in België, historisch beschouwd, vrij laag (1,4% gemiddeld over het jaar), voornamelijk als gevolg van de eind 2009 ingezette daling van de telecommunicatieprijzen⁽¹⁾.

Tijdens de periode 2009-2016 bedroeg de gemiddelde jaarlijkse diensteninflatie 2,2% in België, tegenover 1,4% in de buurlanden.

Om de factoren onderliggend aan de aanzienlijke bijdrage van de diensten aan het inflatieverschil tijdens de laatste jaren te vatten, worden de diensten meer gedetailleerd uitgesplitst. Er worden negen hoofdcategorieën in aanmerking genomen en een restcategorie, de 'overige diensten'. De component 'restaurants en cafés' blijkt elk jaar positief te hebben bijgedragen aan het inflatieverschil in de diensten tussen België en de buurlanden (van 0,2 tot 0,5 procentpunt afhankelijk van het jaar). De component 'telecommunicatie' leverde in 2011,

2012 en 2016 een aanzienlijke positieve bijdrage (tussen 0,2 en 0,4 procentpunt).

In 2013 en 2015 hadden de medische en paramedische diensten een significant effect op het inflatieverschil in de diensten (0,3 en daarna 0,2 procentpunt). Dat was toe te schrijven aan twee bijzondere gebeurtenissen. In januari 2013 werd in Duitsland een bijzondere medische bijdrage opgeheven ('Praxisgebühr', een driemaandelijke betaling van € 10 per verzekerde om deel te nemen aan de financiering van de ziekteverzekering). Die maatregel deed de inflatie van de medische diensten in Duitsland en dus de gemiddelde inflatie van die component voor het gemiddelde van de drie buurlanden (gelet op het gewicht van Duitsland) sterk dalen, wat in 2013 bijdroeg aan het inflatieverschil in het nadeel van België. In 2015 was de bijdrage van de medische kosten aan het inflatieverschil toe te schrijven aan een Belgische maatregel: de harmonisering van het remgeld voor raadplegingen bij specialisten, die gemiddeld beschouwd de tarieven voor medische diensten deden stijgen.

De component 'onderwijs' onderscheidde zich in 2016 als gevolg van de forse verhoging, in oktober 2015, van het inschrijvingsgeld voor het hoger onderwijs in de Vlaamse Gemeenschap⁽²⁾, waardoor de diensteninflatie opveerde. Zo droeg die maatregel in 2016 ten belope van 0,3 procentpunt bij aan het inflatieverschil in de diensten tussen België en zijn buurlanden. Daar wordt verder in dit artikel op teruggekomen.

Wat de 'restaurants en cafés' en de 'telecommunicatie' betreft, vallen geen bijzondere gebeurtenissen te vermelden, zodat veeleer structurele factoren een rol hebben gespeeld. Ook op die factoren wordt hieronder teruggekomen⁽³⁾.

3. Factoren die verklaren waarom de diensteninflatie in België hoog is gebleven

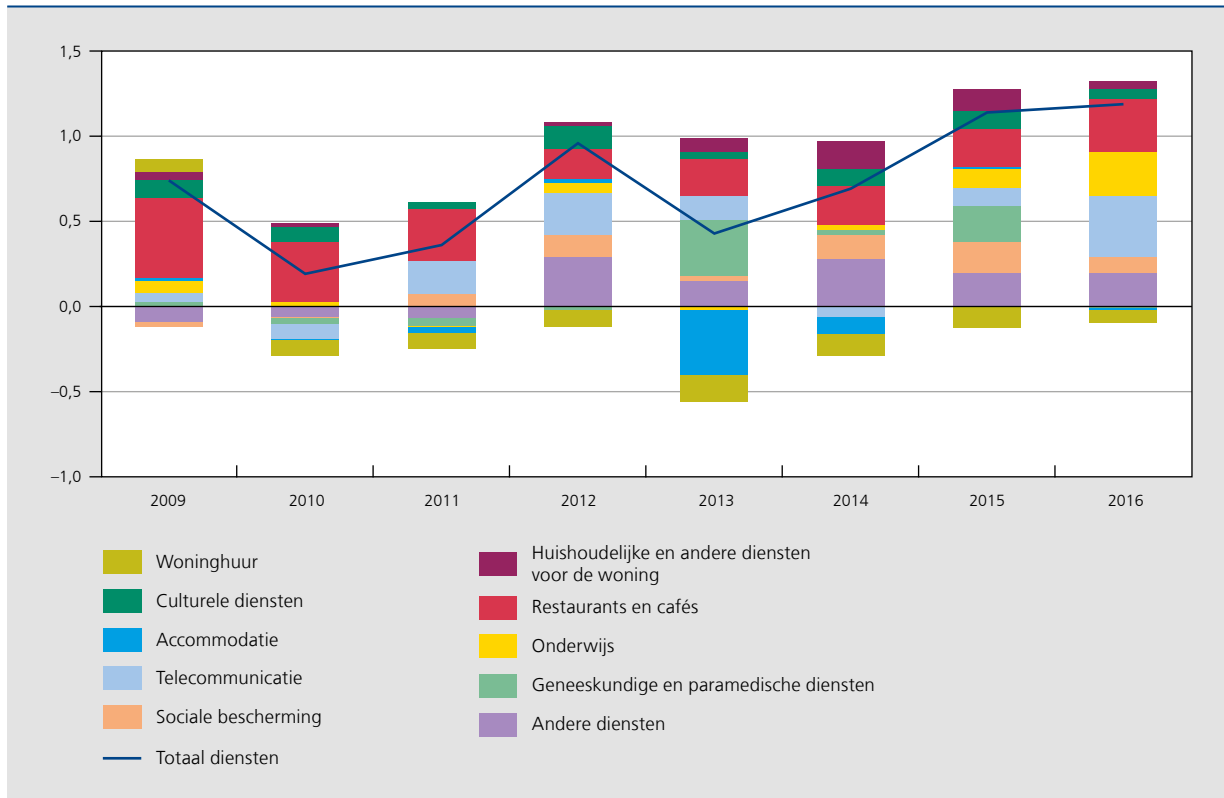
In dit hoofdstuk wordt, om te beginnen, het verband tussen de diensteninflatie en de conjunctuur belicht. Wat de recente periode bijzonder heeft gemaakt, wordt benaderd aan de hand van met name het belang van de reglementering van de dienstprijzen. Aangezien op die manier het inflatieverschil voor de diensten tussen België en de andere beschouwde landen niet volledig kan worden verklaard, zullen sommige aspecten van de marktwerking worden onderzocht, bijvoorbeeld de graad van regelgeving, het niveau van de rentabiliteit of een geheel van geaggregeerde maatstaven inzake concentratie in de 'horizontale' screening van de dienstenbranches.

(1) De prijsdalingen voor mobiele telefonie waren het gevolg van de forse prijsverlaging waartoe in november 2009 door een van de grote mobilifoonoperatoren werd besloten.

(2) Het inschrijvingsgeld is met € 270 toegenomen tot € 890.

(3) Gelet op het belang van hun bijdrage aan het inflatieverschil in de diensten tussen België en de drie voornaamste buurlanden, werden die bedrijfstakken door de FOD Economie in het aan de minister bezorgde verslag grondig onderzocht.

GRAFIEK 2 UITSPLITSING VAN HET INFLATIEVERSCHIL IN DE DIENSTEN TUSSEN BELGIË EN DE DRIE VOORNAAMSTE BUURLANDEN
(in procentpunt)



Bronnen: EC, FOD Economie.

3.1 Het verband tussen de diensteninflatie en de conjunctuur

In de dienstensector maken de loonkosten per eenheid product een groter gedeelte uit van de productiekosten – en dus van de prijsvorming – dan in de industrie. Op basis van de Input-Outputtabellen van 2010 kan worden berekend dat de loonkosten er goed zijn voor 34% van de totale productiekosten, tegen slechts 13% in de verwerkende nijverheid. Bij de niet-marktdiensten maken de loonkosten zelfs meer dan de helft van de totale productiekosten uit; bij de marktdiensten is dat 28%.

De afgelopen jaren werd de stijging van de loonkosten in alle bedrijfstakken gekenmerkt door de inspanningen inzake loonmatiging. Wat de gehele bedrijvensector betreft, namen de loonkosten per eenheid product tijdens de periode

1997-2008 op jaarbasis nog met gemiddeld 1,3% toe, tegen nog slechts 0,4% van 2009 tot 2016. In de marktdiensten bedroegen die groeicijfers respectievelijk 2,3% en 1,1%. Ondanks de duidelijke vertraging blijft de gemiddelde groei op jaarbasis beduidend hoger in de diensten als gevolg van een veel bescheidener toename van de productiviteit.

De geringere groei van de loonkosten blijkt echter niet te hebben doorgewerkt in het verloop van de dienstprijzen, hoewel rekening moet worden gehouden met een zeker tijdsverloop tussen de aanpassing van de lonen en de eventuele prijsaanpassing.

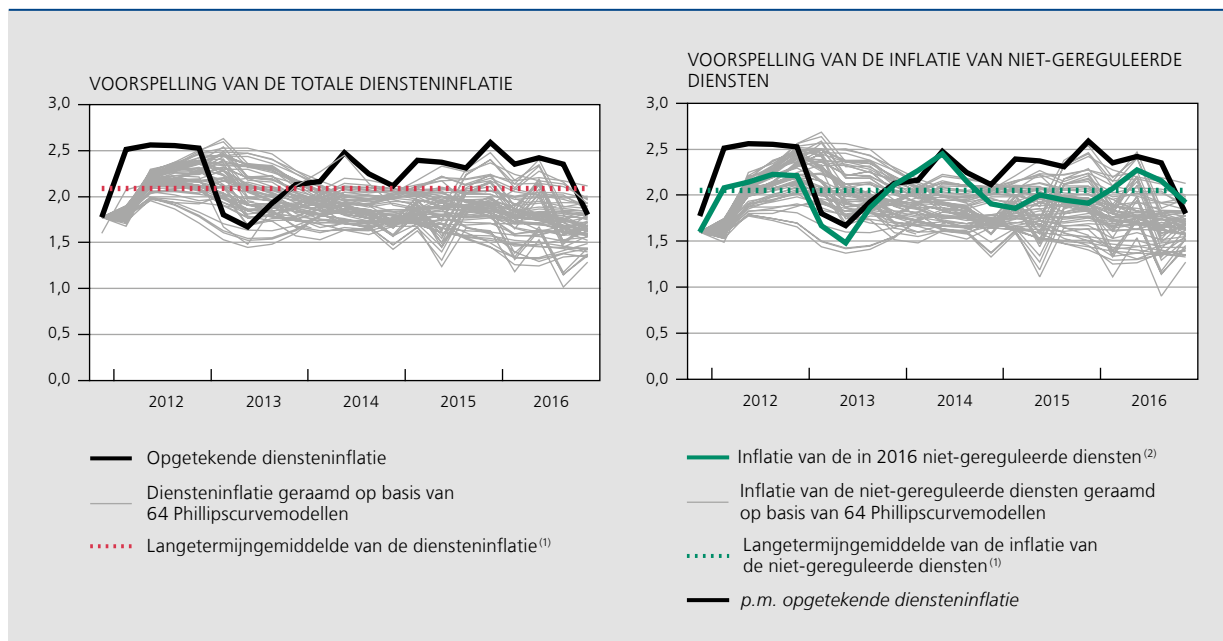
Het ziet er in feite naar uit dat de link tussen de conjunctuur en de prijszetting in de dienstenbranches sinds 2014 vertroebeld wordt door andere factoren. Om dat theoretisch verband te formaliseren, worden Phillipscurven gemodelleerd die het verband weergeven tussen diverse macro-economische conjunctuurvariabelen en de prijzen⁽¹⁾.

Telkens wordt de diensteninflatie geraamd aan de hand van een model met een combinatie van drie macro-economische variabelen, afkomstig uit een totaal van twaalf variabelen⁽²⁾. De vanaf 2012 daaruit voortvloeiende

(1) De Phillipscurve is een macro-economisch model dat doorgaans een invers verband omschrijft tussen de werkloosheidsgraad en de inflatie. In dit geval werden er, naast de werkloosheidsgraad, nog andere conjunctuurvariabelen toegevoegd, zoals het reëel bbp, de loonkosten per eenheid product, de invoerprijzen van concurrenten, de olieprijs, enz.

(2) De variabelen zijn de loonkosten per eenheid product (waarbij, naast de loonkosten per uur, ook de productiviteit in aanmerking wordt genomen) in de dienstenbranches, het bbp naar volume, de invoerprijzen van concurrenten binnen en buiten het eurogebied, de diensteninflatie uit het verleden, de olieprijs, de werkloosheidsgraad, de investeringen naar volume, het rentetarief aan niet-financiële ondernemingen en de geldhoeveelheid in enge tot ruime zin. De gegevens betreffen de periode van het eerste kwartaal van 1998 tot en met het laatste kwartaal van 2016. Er werden in totaal 64 combinaties geraamd.

GRAFIEK 3 VOORSPELLING VAN DE DIENSTENINFLATIE IN BELGIË OP BASIS VAN MACRO-ECONOMISCHE VARIABELEN
(jaar-op-jaar verandering, in %)



Bronnen: EC, ECB, NBB.

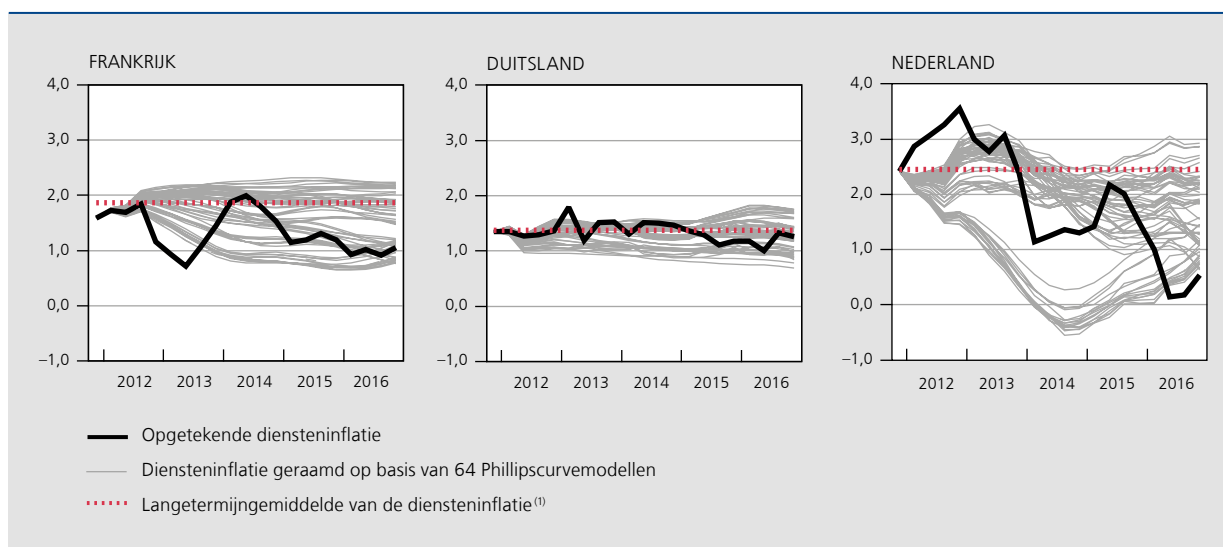
(1) Gemiddelde jaar-op-jaar prijsstijgingen over de periode 1998-2016.

(2) De inflatie van de diensten waaruit de in 2016 volgens de definitie van Eurostat gereguleerde diensten zijn geweerd.

voorwaardelijke voorspellingen inzake de diensteninflatie – 2012 was het jaar waarin de Belgische diensteninflatie opnieuw begon af te wijken van die in de buurlanden en

het eurogebied – wijzen erop dat de in België opgetekende diensteninflatie sinds 2014 veel hoger ligt dan waar op basis van de macro-economische context wordt van

GRAFIEK 4 VOORSPELLING VAN DE DIENSTENINFLATIE IN DE DRIE VOORNAAMSTE BUURLANDEN OP BASIS VAN MACRO-ECONOMISCHE VARIABELEN
(jaar-op-jaar verandering, in %)



Bronnen: EC, ECB, NBB.

(1) Gemiddelde jaar-op-jaar inflatie over de periode 1998-2016.

uitgegaan. De factoren die in het verleden grotendeels de diensteninflatie verklaarden, hebben dus sindsdien aan voorspellingskracht ingeboet. Die conclusie geldt overigens ook als de voorwaardelijke voorspelling in 2009 ingaat, dat was aan het begin van de periode van loonmatiging. Er zijn dus andere factoren dan de macro-economische context die hebben gemaakt dat de diensteninflatie de laatste jaren bijzonder hoog is geweest. Onder meer enkele overheidsmaatregelen hebben de diensteninflatie aanzienlijk doen stijgen; in het volgende hoofdstuk wordt dat meer in detail toegelicht.

Het opgetekende verschil in diensteninflatie tussen België en de drie buurlanden is niet enkel toe te schrijven aan de 'te sterke' prijsstijgingen in België. Een soortgelijke analyse voor de buurlanden wijst er immers op dat de werkelijke diensteninflatie recentelijk veeleer laag uitvalt in vergelijking met de voorspellingen op basis van de Phillipscurven, vooral tijdens de laatste jaren. Dat geldt vanaf eind 2014

voor Frankrijk, en vanaf 2016 voor Nederland; de neerwaartse tendens van de diensteninflatie wordt in dat laatste land niet (volledig) verklaard door de traditionele macro-economische determinanten.

3.2 Overheidsmaatregelen die een impact hebben op de dienstenprijzen

Als de overheid besluit een (parafiscale) maatregel te implementeren of de prijzen van goederen of diensten (deels) te bepalen of te beïnvloeden, heeft dat een impact op de prijzen van de finale consumptie en, bijgevolg, op de consumptieprijsindex. De prijzen van sommige diensten kunnen door de overheid worden gereguleerd.

Om te beginnen, kunnen overheden – zowel federaal, gewestelijk als lokaal – de prijs rechtstreeks beïnvloeden

TABEL 2 DIENSTEN WAARVAN DE PRIJS GEREGULEERD WORDT

	Gewicht, in % van de diensten, in 2016	Diensten waarvan de prijzen door de overheid werden gereguleerd, volgens Eurostat, in 2016 (28 % van de diensten)	Diensten met geïndexeerde prijs, volgens de NBB en de FOD Economie (24 % van de diensten)
Huurgelden	14,5		X
Huisvuilophaling	1,0	X	
Riolering	1,1	X	
Geneeskundige en paramedische diensten	2,9	X	
Tandartsen	1,0	X	
Verpleging in ziekenhuis	8,9	X	
Autokeuring	0,2		X
Verkeersbelasting	0,0		X
Personenvervoer per spoor	1,2	X	X
Personenvervoer over de weg	1,1	X	
Vervoer per bus	0,9	X	X
Taxi en verhuur auto met bestuurder	0,2	X	
Posterijen	0,2	X	X
Onderwijs	1,5	X	X
Sociale bescherming	5,3	X	
Rusthuizen	3,6	X	X
Verzekering i.v.m. de woning	0,8		X
Verzekering i.v.m. de gezondheid	2,6	X	
Andere diensten	1,5	X	
Notariskosten	0,5	X	X

Bronnen: EC, FOD Economie, NBB.

of zelfs bepalen. In oktober 2015, bijvoorbeeld, nam de diensteninflatie fors toe als gevolg van de verhoging van het inschrijvingsgeld voor hoger onderwijs in de Vlaamse Gemeenschap. Ook de prijzen van dienstencategorieën zoals riolering en huisvuilophaling worden door de overheid, zij het de lokale overheid, bepaald. Dat soort van regulering heeft een aanzienlijke impact gehad op de diensteninflatie in België.

Op basis van een lijst afkomstig van de nationale statistische instellingen publiceert Eurostat een 'administered prices indicator'. Deze laatste omvat de goederen en diensten die, enerzijds, hoofdzakelijk en, anderzijds, volledig gereguleerd zijn⁽¹⁾, dat wil zeggen dat hun prijs (mede) wordt bepaald door de federale of de gewestelijke overheid. In het vervolg van dit artikel wordt gerefereerd aan 'gereguleerde' en 'niet-gereguleerde' diensten, naargelang ze al dan niet voorkomen op de lijst van de Eurostat 'administered prices'. Volgens die Eurostat-indicator maakten de gereguleerde diensten in 2016 28% uit van de totale dienstenkorf in België, tegen respectievelijk 26%, 22% en 42% in Duitsland, Frankrijk en Nederland⁽²⁾.

Vervolgens is er ook een veeleer indirecte vorm van regulering van de dienstenprijzen die meestal van publieke aard zijn, namelijk de mogelijkheid van een formeel vastgelegde automatische prijsindexering. Die vorm van regulering zal verderop in dit artikel nader worden toegelicht.

Directe vorm van regulering met een impact op de diensteninflatie

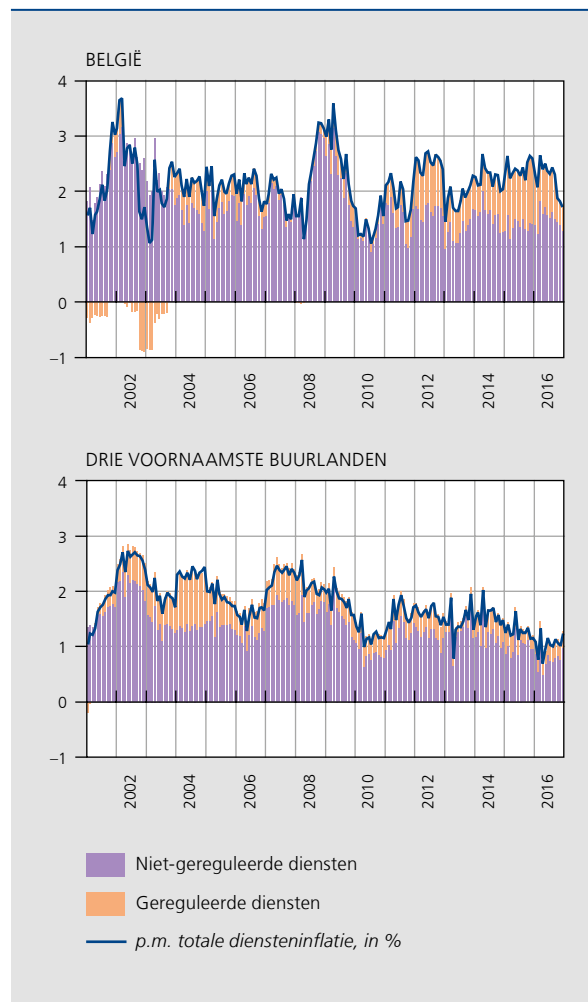
Vóór 2012 was de inflatie van de gereguleerde diensten in de drie voornaamste buurlanden steeds, op enkele uitzonderingen na, hoger dan die in België. Sinds 2012 geldt net het tegenovergestelde. De prijsstijgingen voor gereguleerde diensten zijn in België versneld, terwijl ze in onze drie voornaamste buurlanden, gemiddeld beschouwd, zijn vertraagd.

In 2001 leverden de gereguleerde diensten in België een negatieve bijdrage aan de totale diensteninflatie. Dat had deels te maken met de scherpe daling, in oktober 2000,

(1) Er zij opgemerkt dat de lijst van Eurostat dus niet uitsluitend diensten omvat, maar ook sommige niet-energetische industriële goederen, levensmiddelen en energetische goederen. Voor het verslag en dit artikel werden alleen de gereguleerde diensten in aanmerking genomen.
 (2) Sinds 2016 is in Nederland de categorie 'telefoon- en faxapparatuur en -diensten' (COICOP 08.2/3) opgenomen bij de gereguleerde diensten. Die groep, met een aanzienlijk gewicht van 8% in de dienstenkorf in Nederland, werd in 2016 in de andere landen niet als gereguleerd beschouwd. In België werd die categorie tot en met 2005 als gereguleerd beschouwd; in Duitsland tot en met 2006.
 (3) De prijsdalingen in die categorie hebben de laatste jaren vaak gezorgd voor een negatieve bijdrage aan de totale inflatie (behalve in 2015-2016), maar die werd dus niet meer opgetekend in de gereguleerde diensten.
 (4) Een andere maatregel was de verhoging, van 12 tot 21%, van het btw-tarief voor teledistributieabbonementen, maar dat had enkel een impact op de inflatie van de categorie culturele diensten (COICOP 09.4.2), die sinds 2006 niet langer deel uitmaakt van de gereguleerde diensten. Het effect van de maatregel van 2012 is dus niet zichtbaar in de grafiek.

GRAFIEK 5 BIJDRAGE VAN DE GEREGLERDE EN NIET-GEREGLERDE DIENSTEN AAN DE TOTALE DIENSTENINFLATIE IN BELGIË EN IN DE DRIE VOORNAAMSTE BUURLANDEN

(in procentpunt, tenzij anders vermeld)



Bronnen: EC, NBB.

van de telefoontarieven (een categorie die tot en met 2005 als gereguleerd werd beschouwd)⁽³⁾.

Ook in 2002 en 2003 leverden de gereguleerde diensten een negatieve bijdrage aan de diensteninflatie, grotendeels als gevolg van de afschaffing van het kijk- en luis-tergeld in Vlaanderen en Brussel, en van de vermindering ervan met 30% in Wallonië.

In 2012 werd besloten om vanaf 1 januari van dat jaar een btw-tarief van 21% toe te passen op de diensten van notarissen. Die maatregel strookte met de in 2012 genomen begrotingsmaatregelen inzake het optrekken van sommige indirecte belastingen⁽⁴⁾ als gevolg van een Europese richtlijn die de lidstaten verplichtte op sommige diensten btw te heffen.

Sinds 2015 is de bijdrage van de gereguleerde diensten aan de totale diensteninflatie in België opnieuw toegenomen. Dat komt vooral door prijsverhogingen in de categorieën riolering, huisvuilophaling, medische diensten, verpleging in het ziekenhuis, sociale bescherming en onderwijs. In oktober 2016 liep de inflatie voor gereguleerde diensten sterk terug als gevolg van een basiseffect. Het effect van de verhoging van het inschrijvingsgeld voor hoger onderwijs in de Vlaamse Gemeenschap op de jaar-op-jaar inflatie een jaar voordien raakte dan immers uitgewerkt.

Er zij opgemerkt dat de als gevolg van de overheidsinterventies gestegen diensteninflatie gezorgd heeft voor een snellere stijging van de gezondheidsindex (GZI)⁽¹⁾ en, derhalve, van de afgevlakte gezondheidsindex op basis waarvan de lonen worden geïndexeerd. Sommige ondernemingen kunnen die stijging van de loonkosten doorberekenen in de finale verkoopprijs. Zodoende kunnen de overheidsmaatregelen tweederonde-effecten sorteren; daardoor kan, via de loon-prijs-spiraal, de concurrentiepositie van ons land verzwakken. Ondernemingen die concurrentiegevoeliger zijn, kunnen die loonsverhogingen moeilijker in hun finale

verkoopprijs doorberekenen, waardoor hun winstmarges slinken.

Sinds 2012 levert ook de categorie 'sociale bescherming' een aanzienlijke bijdrage aan de diensteninflatie (jaarlijks gemiddeld 0,2 procentpunt). Dat is vooral toe te schrijven aan de rusthuizen (die in 2016 69% van de categorie uitmaakten), maar ook aan de peultuinen (28%) en de thuiszorgdiensten (3%). Prijsverhogingen in deze sector, bovenop die welke voortvloeien uit de indexering op basis van de Nationale Consumptieprijsindex (NCPI), moeten door de gewestregeringen worden goedgekeurd⁽²⁾. Vooral in 2015 was de prijsverhoging aanzienlijk en leverde ze een bijdrage van 0,3 procentpunt aan de diensteninflatie, voornamelijk in de categorie rusthuizen⁽³⁾. Er zij opgemerkt dat die categorie de inflatie van de gereguleerde diensten dus mee heeft opgedreven, maar dat de prijsaanpassingen gebeurden op initiatief van de dienstverleners en door de overheden alleen maar werden goedgekeurd.

In België bedroeg de gemiddelde inflatie van de gereguleerde diensten volgens de definitie van Eurostat 2,9% over de periode 2012-2016, tegen slechts 1,4% in de buurlanden. Deze diensten droegen in die periode in België ten belope van 0,8 procentpunt bij aan een gemiddelde diensteninflatie van 2,3%. In de periode daarvoor, van 2001 tot 2011, werd in België een gemiddelde diensteninflatie van 2,1% opgetekend, en de gereguleerde diensten droegen gemiddeld slechts 0,1 procentpunt bij. Het verschil tussen die twee periodes is dus aanzienlijk. In de buurlanden droegen de gereguleerde diensten over de periode 2012-2016 gemiddeld 0,3 procentpunt bij aan een totale diensteninflatie van gemiddeld 1,4%; in de periode 2001-2011 was dat gemiddeld 0,5 procentpunt aan een diensteninflatie van 1,9%.

- (1) De gezondheidsindex wordt afgeleid uit de Nationale Consumptieprijsindex, exclusief producten die geacht worden schadelijk te zijn voor de gezondheid, namelijk alcohol, tabak en motorbrandstoffen. De afgevlakte gezondheidsindex werd opnieuw gedefinieerd in de wet van 23 april 2015 tot verbetering van de werkgelegenheid (Belgisch Staatsblad van 27 april 2015).
- (2) Bij peultuinen is er enige nuancering nodig: het is particuliere crèches toegestaan hun prijzen volledig onafhankelijk te bepalen.
- (3) Hierbij zij wel opgemerkt dat het aandeel van de categorie 'rusthuizen' in de NCPI verwaarloosbaar is in vergelijking met de HICP (1,1 versus 15,4% in 2016) en dat, bijgevolg, de impact daarvan op de loonindexering eveneens verwaarloosbaar is. Het verschil in gewicht kan worden verklaard door het feit dat er, om de gewichten te bepalen, bij de NCPI een andere primaire bron (de huishoudbudgetenquête) wordt gehanteerd dan bij de HICP (de nationale rekeningen). Institutionele huishoudens zijn, op basis van de Europese aanbevelingen, per definitie uitgesloten uit het huishoudbudgetonderzoek en dus ook uit het gewichtenschema van de NCPI; ze zijn echter wel vervat in de nationale rekeningen en dus in het gewichtenschema van de HICP, conform de Europese regelgeving.

TABEL 3 GEMIDDELDE INFLATIE OP JAARBASIS VAN DE GEREGLIEERDE EN DE NIET-GEREGLIEERDE DIENSTEN IN BELGIË EN IN DE DRIE VOORNAAMSTE BUURLANDEN EN BIJDRAGE AAN DE TOTALE DIENSTENINFLATIE (respectievelijk in % en in procentpunt)

	België		Drie voornaamste buurlanden	
	2001-2011	2012-2016	2001-2011	2012-2016
Inflatie niet-gereguleerde diensten	2,5	2,0	1,9	1,4
Inflatie gereguleerde diensten	1,0	2,9	2,1	1,4
Bijdrage niet-gereguleerde diensten aan de diensteninflatie	1,9	1,5	1,5	1,1
Bijdrage gereguleerde diensten aan de diensteninflatie	0,1	0,8	0,5	0,3
Gemiddelde diensteninflatie (in %)	2,1	2,3	1,9	1,4

Bronnen: EC, NBB.

Wordt de inflatie van de niet-gereguleerde diensten in 2016 aan de hand van een Phillipscurvesetting geraamd op basis van de macro-economische variabelen, dan sluit de opgetekende inflatie van die diensten nauwer aan bij de ramingen dan de opgetekende inflatie voor het totaal van de diensten (zie grafiek 3). Toch leveren de meeste specificaties sinds 2014 nog steeds een raming op die lager uitkomt dan de inflatie van de niet-gereguleerde diensten, vooral in 2014 en in 2016. De inflatie van de niet-gereguleerde diensten lijkt in België voortdurend rond de 2 % te schommelen.

Indirecte vorm van regelgeving met een impact op de diensteninflatie

De loonvorming in België wordt gekenmerkt door een automatische indexering. Dat mechanisme zorgt voor een relatief snelle en automatische aanpassing van de lonen aan de prijsstijgingen, waardoor ondernemingen zich voor hogere productiekosten geplaatst zien. Dat kan die ondernemingen ertoe aanzetten hun verkoopprijs te verhogen, waardoor een loon-prijsspiraal ontstaat. Vooral bij ondernemingen in de dienstensector, waar lonen een groot gedeelte van de productiekosten uitmaken en waarvan sommige minder concurrentie ondervinden, kan dat een opwaarts effect op de prijzen teweegbrengen indien die ondernemingen hun winstmarges willen vrijwaren. Loonindexering is echter niet de enige bron van prijswijzigingen als gevolg van koppeling aan een index.

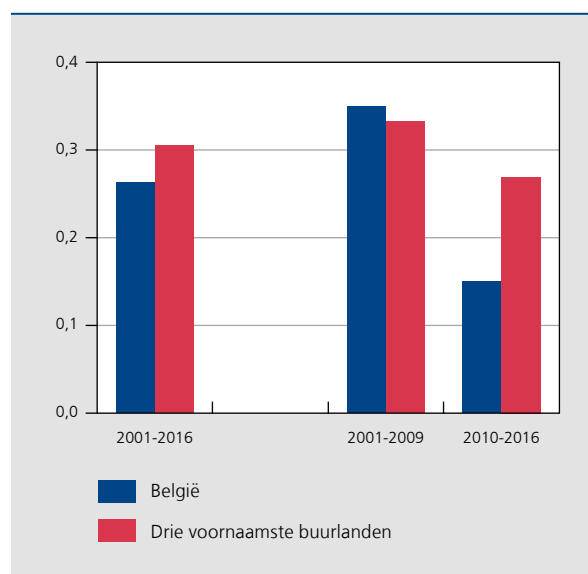
Er is immers een tweede – indirecte – manier van prijsregulering: de prijs van sommige diensten verandert in overeenstemming met het verloop van een index. Dat mechanisme wordt meestal vastgelegd in een beheerscontract. Bij de zogenoemde geïndexeerde diensten worden de prijzen één of meerdere keren per jaar, meestal op vaste tijdstippen, op enigerlei wijze gelinkt aan de NCPI (bijvoorbeeld buskaartjes in Vlaanderen en Wallonië), aan de gezondheidsindex (bijvoorbeeld treinkaartjes en huurgelden) of aan de ABEX-index (bijvoorbeeld notariskosten en brandverzekeringen). Deze laatste index weerspiegelt het verloop van de kosten in de bouwnijverheid. Ceteris paribus resulteert dat in een extra mechanische bron van inflatie als gevolg van indexeringsregels, waardoor het effect van de loon-prijsspiraal wordt versterkt. De prijszetting weerspiegelt bijgevolg niet noodzakelijk de bedrijfskosten van die dienstverlenende ondernemingen (loonkosten, grondstoffenprijzen, enz.), waar de prijs bij aan concurrentie blootgestelde ondernemingen afhankelijk van is. Die mechanismen zijn ook bron van het persistente karakter van de inflatie. Ze moeten

echter enigszins worden genuanceerd. Prijsverhogingen op basis van indexeringen worden bijna nooit louter mechanisch toegepast; meestal is de indexering slechts één element waar de prijs afhankelijk van is.

Vanwege het zware gewicht van de categorie huurgelden – in 2016 was dat 14,5 % van de diensten in België – en aangezien de indexering van huurgelden duidelijk in wetteksten wordt vastgelegd, is ervoor geselecteerd de huurgelden apart te bekijken. Vóór 2010 stegen de huurprijzen in België sneller dan gemiddeld in de drie voornaamste buurlanden (2,1 % tegen 1,6 %), maar sindsdien liggen die inflatiecijfers dicht in elkaars buurt. Over de periode 2010-2016 lag het gemiddelde jaar-op-jaar groeitempo van de huurprijzen in onze drie voornaamste buurlanden (1,4 %) zelfs iets hoger dan dat in België (1,3 %). Gelet op het gewicht van de categorie, dat in België veel lichter is dan in de drie voornaamste buurlanden vanwege het relatief grote aantal huiseigenaars⁽¹⁾, dragen huurgelden er veel minder bij aan de diensteninflatie. Dit betekent dat die categorie sinds 2010, ondanks de indexering van de huurgelden, voor België geen inflatienadeel impliceert ten opzichte van de drie voornaamste buurlanden.

De geïndexeerde diensten ongerekend de huurgelden (vermeld in tabel 2) waren in 2016 goed voor 9 % van de dienstenkorf. Voor de interpretatie van grafiek 7 werden

GRAFIEK 6 BIJDRAGE VAN DE HUURGELDEN AAN DE DIENSTENINFLATIE IN BELGIË EN IN DE DRIE VOORNAAMSTE BUURLANDEN
(in procentpunt)



Bron: EC.

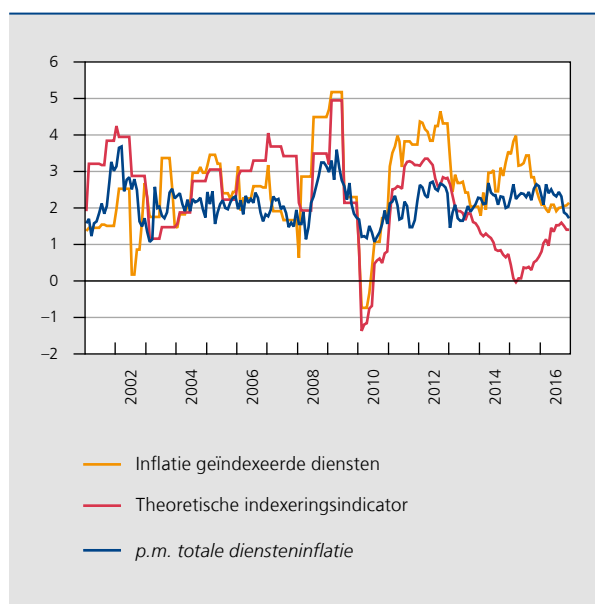
(1) In 2016 bedroeg het gewicht van huurgelden in België 15 % van de dienstenkorf, tegen 20 % in de drie voornaamste buurlanden.

de twee categorieën 'notariskosten' en 'onderwijs', waarvan de prijzen in respectievelijk 2012 en 2015 fors piekten, uit de geïndexeerde diensten geweest. Het btw-plichtig maken van de notarissen en de forse verhoging van het inschrijvingsgeld voor hoger onderwijs in de Vlaamse Gemeenschap zijn het resultaat van eenmalige overheidsbeslissingen en niet van de indexeringsmechanismen.

Om te beginnen hebben de geïndexeerde diensten, ondanks het beperkte gewicht ervan, vaak bijgedragen aan het persistente karakter van de diensteninflatie. In het verleden veranderden de werkelijke prijzen van de geïndexeerde diensten en de prijzen die worden verwacht op basis van hun theoretisch indexeringsmechanisme⁽¹⁾ immers vaak sneller dan de prijzen van het totale dienstenpakket. Daarnaast zij opgemerkt dat de opgetekende inflatie van de geïndexeerde diensten sinds 2014 afwijkt van het op basis van de NCPI, de GZI en de ABEX verwachte prijsverloop. Het werkelijk opgetekende prijsverloop was met andere woorden losgekoppeld van het theoretisch indexeringsmechanisme. Prijzen van bijvoorbeeld rusthuizen stegen, vooral in 2015, sneller dan waar werd van uitgegaan op basis van het indexeringsmechanisme.

(1) De theoretische indexeringsindicator geeft het prijsverloop weer van de geïndexeerde diensten, mochten hun prijzen enkel en alleen het vastgelegd indexeringsmechanisme ervan volgen.

GRAFIEK 7 INFLATIE VAN DE GEÏNDEXEERDE DIENSTEN ONGEREKEND HUURGELDEN, NOTARISKOSTEN EN ONDERWIJS
(jaar-op-jaar verandering, in %)



Bronnen: EC, NBB.

3.3 Werking van de markten

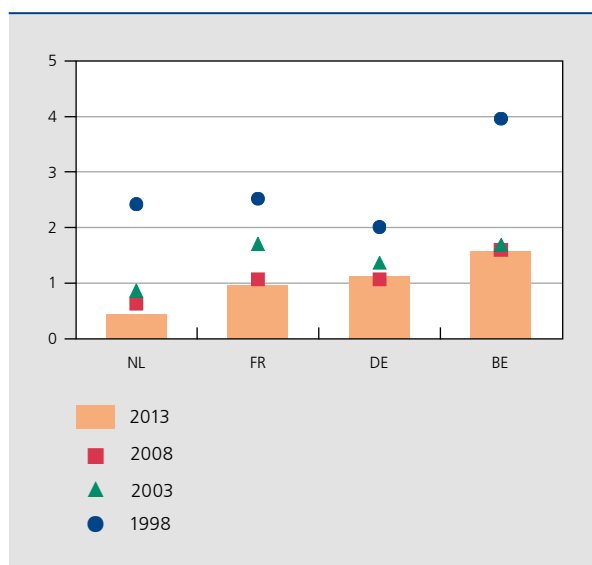
Het tussen België en zijn buurlanden opgetekende inflatieverschil in de diensten kan niet integraal worden toegeschreven aan overheidsmaatregelen. Dan rijst dus de vraag van de concurrerende omgeving waarin de Belgische dienstenondernemingen actief zijn. De theorie leert dat bedrijven die actief zijn op scherp concurrerende markten, hun prijzen vaker aanpassen als reactie op de kosten- en vraagfactoren. Een gebrek aan concurrentie en/of een te logge regelgeving zouden ten grondslag kunnen liggen aan buitensporige prijsstijgingen in sommige diensten, bijvoorbeeld telecommunicatie. De concurrentie op het niveau van cafés en restaurants kan op lokaal vlak echter als scherp worden beschouwd, meer bepaald vanwege het groot aantal etablissementen (een op 245 inwoners in België, wat neerkomt op een ruimer aanbod dan in de buurlanden).

Er zijn verscheidene indicatoren waarmee de werkingsvoorwaarden van de markten kunnen worden benaderd. Die indicatoren zijn evenwel onvolkomen en moeten worden beschouwd als een indicatie om problematische sectoren op te sporen.

Indicatoren van de OESO

Om een beeld te krijgen van de mate waarin een economie of een sector gereguleerd is, bestaat een mogelijke aanpak erin te refereren aan synthetische indicatoren, zoals die van de OESO. Die indicatoren beogen de voornaamste aspecten van een geldende wetgeving om te zetten in 'scores', waardoor het meer of minder restrictieve karakter ervan kan worden beoordeeld. Hoewel de aangenomen criteria soms te weinig genuanceerd zijn, en de literatuur er niet in slaagt de indicatoren onweerlegbaar te linken aan de kwaliteit van de marktwerking, hebben ze de verdienste internationaal en eventueel ook in de tijd te kunnen worden vergeleken. Voor de netwerkdiensten zijn de beoordeelde componenten voornamelijk de toetredingsregelgeving, het belang van het overheidsaandeelhouderschap en de marktstructuur. België laat ten opzichte van de drie voornaamste buurlanden de hoogste index optekenen voor telecommunicatie (wat wijst op een geringere concurrentie). Sinds 2003 is de Belgische score nauwelijks veranderd. Volgens die indicator, waarvan de meest recente gegevens dateren van 2013, kan echter geen verandering in de reglementering worden aangetoond, dat de recente stijging van de inflatie in de telecommunicatiediensten erdoor zou kunnen verklaren. België's positie is voornamelijk toe te schrijven aan de omvang van het aandeelhouderschap van de overheid, die blijkt uit onder meer het percentage door de overheid aangehouden aandelen in het grootste telecommunicatiebedrijf.

GRAFIEK 8 INDICATOR VAN DE REGELGEVING IN DE TELECOMMUNICATIEDIENSTEN
(van 0 tot 6, van het minst tot het meest gereguleerd)



Bron: OESO.

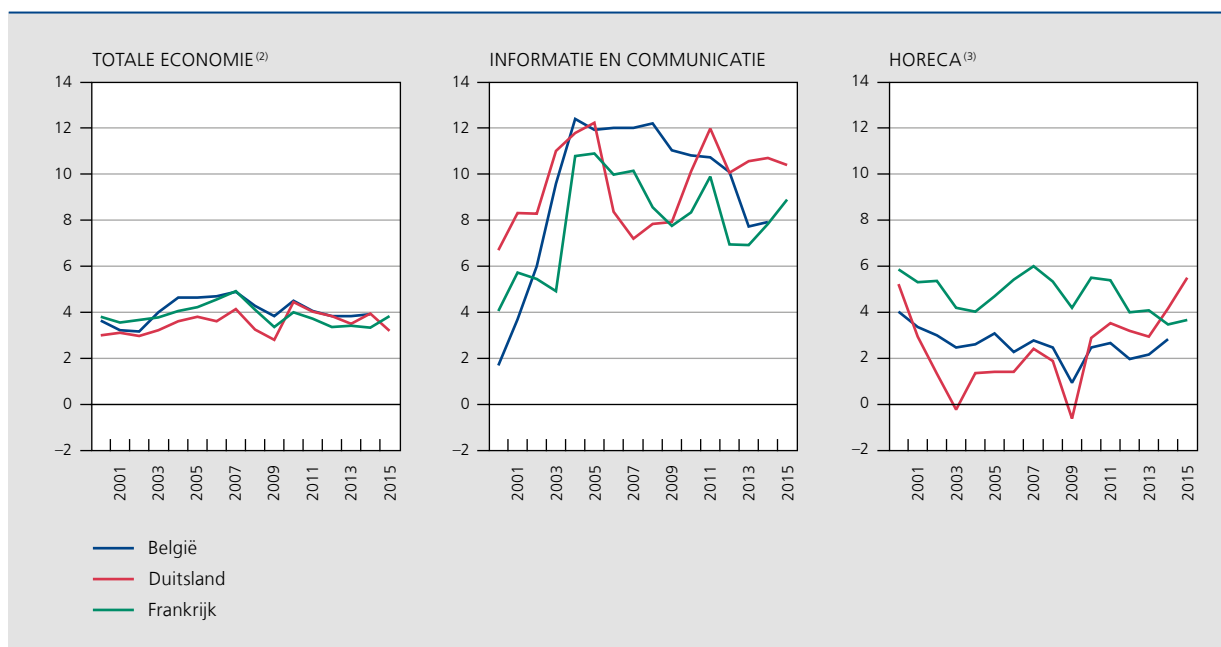
Margevoet

Andere indicatoren om een eventueel gebrek aan concurrentie te ramen, zijn indicatoren met betrekking tot de maatstaven van de margevoet. Micro-economisch beschouwd, komt dat neer op het ramen van de rentabiliteit in de bedrijfstakken. De meest directe gegevensbron zijn de jaarrekeningen van de ondernemingen. Om inzicht te verwerven in de inflatieverschillen tussen België en zijn buurlanden, wordt gebruik gemaakt van de databank BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised)⁽¹⁾. Doordat de dekking voor de buurlanden geringer is dan die voor België, moeten de internationale en tijdsvergelijkingen omzichtig worden geïnterpreteerd.

De verhouding tussen het nettobedrijfsresultaat en de omzet (ook nettoverkoopmarge genaamd) drukt voor een activiteiteneenheid de commerciële prestatie uit, los van financiële, uitzonderlijke en fiscale elementen. De

(1) Voor zover ons bekend, is het de enige publiek beschikbare en kosteloze gegevensbank. Op dit ogenblik heeft ze betrekking op tien Europese landen, waaronder België, Duitsland en Frankrijk. De gegevens zijn evenwel geaggregeerd en beschikbaar op het tweecijferniveau van de NACE, over de periode 2000-2014 (soms 2015). De dekkingsgraad van de ondernemingen verschilt sterk van land tot land: nagenoeg 100% van de ondernemingen die hun jaarrekening neerlegden in België, tegen 28% in Frankrijk (maar 81% van de omzet) en slechts 9% in Duitsland (maar 70% van de omzet). Bovendien kan het staal van ondernemingen van jaar tot jaar verschillen.

GRAFIEK 9 NETTOBEDRIJFSWINST⁽¹⁾
(in % van de omzet)



Bronnen: BACH database, ECCBSO, Banque de France, Deutsche Bundesbank, NBB.

(1) Ratio vóór belastingen. Gegevens niet beschikbaar voor Nederland. Gegevens niet beschikbaar voor België in 2015.

(2) Alle niet-financiële bedrijfstakken.

(3) We beschikken maar voor een klein aantal ondernemingen in de horeca (14% in 2015) over informatie van het omzetcijfer. De sector bestaat immers voornamelijk uit zelfstandigen, die geen jaarrekening moeten neerleggen. Bovendien zijn, onder de ondernemingen die aan deze verplichting moeten voldoen, alleen diegenen die een volledig schema indienen verplicht het omzetcijfer te melden. In de horeca legt 99% van de ondernemingen die een jaarrekening indienen een verkort schema neer.

onderzochte bedrijfstakken stemmen ongeveer overeen met de eerder vermelde marktdiensten: hotels, restaurants en cafés⁽¹⁾, informatie en communicatie⁽²⁾.

De horeca heeft zeer geringe nettomarges die meestal onder het gemiddelde van de economie liggen, rond 2,5 % in België. De bedrijfstak 'Informatie en communicatie' laat dan weer een vrij hoge rentabiliteit optekenen, in België tijdens de periode 2000-2014 gemiddeld 9 %. De rentabiliteit is gedurende verscheidene jaren (tussen 2004 en 2012) vrij stabiel gebleven. Dat was niet het geval in Frankrijk en Duitsland.

Een grote winstgevendheid heeft evenwel niet automatisch te maken met een gebrek aan concurrentie; ze kan ook het gevolg zijn van de noodzaak om het kapitaal te vergoeden in zeer kapitaalintensieve productieprocessen, of van een zeer efficiënte concurrerende sector die tot productiviteitswinsten leidt, die op hun beurt op termijn aan de consumenten ten goede kunnen komen.

De limieten (conceptueel maar ook als gevolg van de aangewende bronnen) van de tot dusver gehanteerde indicatoren maken dat die indicatoren niet in staat zijn om gedragspatronen inzake prijszetting te bepalen die in sommige branches excessief zouden kunnen worden genoemd.

Horizontale screening van de bedrijfstakken

De resultaten van de door het Prijzenobservatorium uitgevoerde 'horizontale screening' van de bedrijfstakken vulden die analyse aan. Elk jaar worden meer dan 600 marktbedrijfstakken (NACE op een gedetailleerd niveau) via horizontale screening onderzocht; op die manier kunnen de branches worden opgespoord die inzake marktverstoring een groter risico vertonen.

De horizontale screening is gebaseerd op diverse dimensies van de marktwerking die zowel betrekking hebben op de structuur als op de dynamiek. Zo wordt voor het

doorlichten van de dienstenbranches gebruik gemaakt van acht indicatoren⁽³⁾:

- de Herfindahl-Hirschman-index (som van de kwadraten van de marktaandelen van alle ondernemingen uit een bepaalde branche⁽⁴⁾);
- het aantal ondernemingen;
- de kapitaalintensiteit (verhouding tussen de totale kapitaalvoorraad en het totaal bedrijfsresultaat);
- de Price-Cost Margin (ratio tussen het bruto-exploitatieoverschot en de omzet);
- de volatiliteit van de marktaandelen van diverse ondernemingen uit de bedrijfstak (meet de omvang van de marktaandelen die worden overgeheveld van tanende naar groeiende bedrijven⁽⁵⁾);
- de Churn of het ondernemingsverloop (waarmee de marktaandelen worden gemeten van de nieuwkomers en van de bedrijven die de branche verlaten⁽⁶⁾);
- de overlevingsgraad (raamt het aandeel van de ondernemingen die al minstens vijf jaar in de branche actief zijn);
- de rotatiegraad van de ondernemingen (meet de rotatie, tussen 2009 en 2013, bij de acht ondernemingen met de grootste omzet uit een bepaalde branche⁽⁷⁾).

De redenen voor het hanteren van de ene of de andere indicator houden verband met verhoogde risico's op prijzenkartels (bijvoorbeeld het aantal ondernemingen, de overlevingsgraad), met het bestaan van toetredingsbelemmeringen (bijvoorbeeld een geringe volatiliteit van de marktaandelen, een lage rotatiegraad van de ondernemingen) en, meer algemeen, met een minder concurrentiebevorderende omgeving. In een streven naar volledigheid, overlappen indicatoren elkaar soms. Ze worden genormaliseerd⁽⁸⁾ en geaggregeerd tot een samengestelde indicator voor de marktwerking.

In de grafiek 10 wordt voor de belangrijkste telecommunicatie- en horeca diensten, de bijdrage weergegeven van elke indicator aan het verschil tussen de eindscore voor de branche en de gemiddelde score voor alle diensten (zwart omrand). De indicatoren met een positieve (negatieve) bijdrage zijn die waarvoor de sector minder goed (beter) dan het gemiddelde scoort.

De draadgebonden telecommunicatie laat een totale score optekenen die 0,2 boven het gemiddelde ligt. Dat is ten belope van 0,05 toe te schrijven aan de Herfindahl-index (hoge concentratiegraad van de bedrijven), voor 0,04 aan het geringe aantal ondernemingen, voor 0,03 aan de kapitaalintensiteit, en eveneens aan het ondernemingsverloop en aan de winstmarge. De draadloze telecommunicatie geeft voor alle indicatoren samen ook problematischer waarden te zien dan het gemiddelde van de diensten. Die branches omvatten een beperkt

(1) Gespecificeerde gegevens enkel voor restaurants en cafés zijn niet beschikbaar voor Frankrijk.

(2) Gespecificeerde gegevens enkel voor telecommunicatiediensten zijn niet beschikbaar voor Frankrijk.

(3) Er worden verscheidene statistische gegevensbronnen gehanteerd; de jaarrekeningen, de btw-aangiften, de structuurenquêtes bij de ondernemingen (afkomstig van de ADS).

(4) De waarde van de HHI ligt tussen 1/N en 1, waarin N het aantal ondernemingen in de branche is. Bij monopolie is de HHI gelijk aan 1.

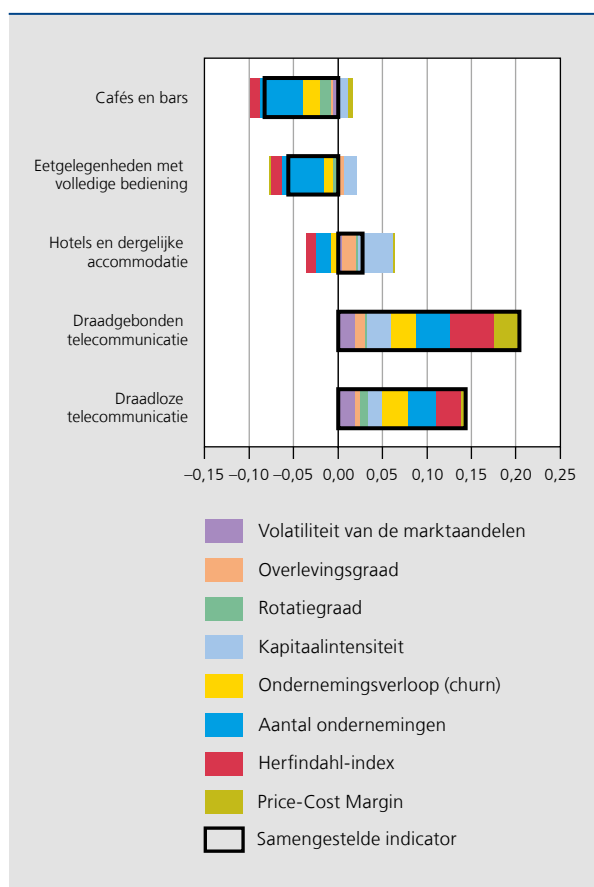
(5) Meer bepaald: $Volatility_s^t = \frac{\sum_{ies} |m_i^t - m_i^{t-1}|}{2}$, waarin m het marktaandeel van bedrijf i op tijdstip t is (s is de sector).

(6) Of meer bepaald de som van de marktaandelen, in het jaar t-1, van de ondernemingen die de markt in het jaar t verlaten en zij die in het jaar t tot de markt toetreden.

(7) Indien de bedrijfstak minstens acht ondernemingen omvat, liggen de waarden van de indicator tussen 8 (status-quo, dezelfde bedrijven blijven) en 40 (totaal andere bedrijven).

(8) Door de normalisering kunnen variabelen met een mogelijk erg verschillende meetchaal worden vergeleken. Als gevolg van de normalisering, liggen de waarden van elke indicator tussen 0 en 1, waarbij een waarde in de buurt van 1 wijst op een verhoogd risico op marktverstoring.

GRAFIEK 10 SCREENING VAN DE BEDRIJFSTAKKEN IN BELGIË: BIJDRAGE VAN DE INDICATOREN AAN HET VERSCHIL TEN OPZICHT VAN HET GEMIDDELDE VOOR DE DIENSTEN⁽¹⁾
(2014)



Bron: FOD Economie.

(1) De bijdrage van elke indicator stemt overeen met het verschil tussen de (genormaliseerde) score van elke indicator voor de bedrijfstak en de gemiddelde score voor alle diensten. De zwart omrande zone geeft het verschil aan tussen de samengestelde indicator voor de bedrijfstak en het gemiddelde van de samengestelde indicatoren voor de diensten.

aantal ondernemingen en vertonen een hoge concentratiegraad en een grote stabiliteit in de verdeling van de marktaandelen. De scores voor de cafés en bars en de restaurants komen daarentegen onder het gemiddelde voor alle diensten uit, wat vooral toe te schrijven is aan het grote aantal etablissementen.

4. Analyse voor restaurants en cafés en de telecommunicatiediensten

Dit hoofdstuk is grotendeels gebaseerd op de door de FOD Economie verrichte analyse. Enerzijds wordt het verloop van de consumptieprijzen in de restaurants en cafés onderzocht, alsook de kenmerken van die bedrijfstak wat met name de bevoorradingsgoederen

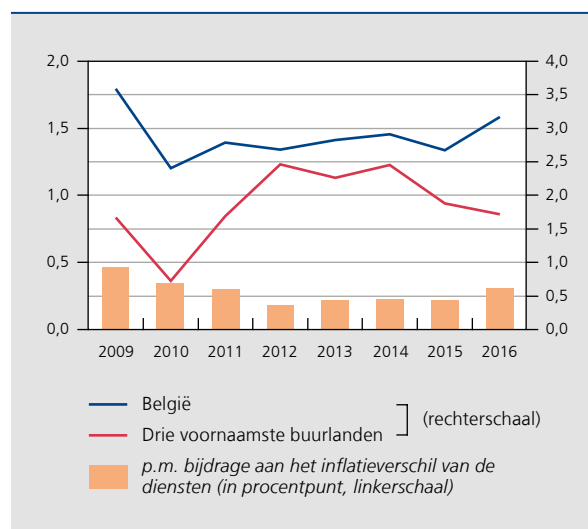
en de loonkosten betreft. Anderzijds wordt uitvoerig ingegaan op het verloop van de telecommunicatieprijzen in België en in de buurlanden, alsook op een aantal factoren die de prijszetting op die markt kunnen beïnvloeden.

4.1 Restaurants en cafés

Tijdens de analyseperiode (2009-2016) bedroeg de inflatie in de restaurants en cafés gemiddeld 2,9% in België en 1,9% in de drie voornaamste buurlanden. Die snellere toename heeft bovendien een zwaardere impact gehad op de inflatie in ons land, zulks vanwege het aanzienlijker gewicht ervan in de consumptiekorf. In 2016 bedroeg het gewicht van die categorie in de diensten in België 15,2%, tegen 8,1% in Duitsland, 11,6% in Frankrijk en 14,2% in Nederland, of gemiddeld 10% in de drie voornaamste buurlanden. Dat is niet enkel toe te schrijven aan lokale consumptiepatronen, maar ook aan methodologische verschillen bij het bepalen van het gewicht. In België, Nederland en Frankrijk worden de nationale rekeningen gehanteerd als primaire bron voor de gewichten van de HICP. Enkel Duitsland gebruikt de huishoudbudgetenquête als voornaamste bron, en voert een correctie uit teneinde rekening te houden met de uitgaven van toeristen. Bovendien zijn, doordat het belang van de huurmarkt in Duitsland groter is dan in de andere buurlanden, de relatieve gewichten van alle andere diensten in Duitsland geringer.

GRAFIEK 11 VERLOOP VAN DE PRIJZEN IN RESTAURANTS EN CAFÉS

(jaar-op-jaar verandering van de prijsindex, in %, tenzij anders vermeld)



Bron: EC.

Volgens de FOD Economie, kan de sterkere prijsstijging in restaurants en cafés in België tussen 2009 en 2016 worden gelinkt aan het ongunstig verloop van de prijzen van de twee belangrijkste kostenposten in restaurants en cafés die samen 90 % van de totale kosten uitmaken, namelijk de aankoopkosten voor voeding en drank, enerzijds, en de loonkosten, anderzijds. Tussen 2008 en 2016 zijn de aankoopkosten van restaurants en cafés in België sterker gestegen dan in de drie voornaamste buurlanden (met 11,7 %, tegen 11 % in Nederland, 8,1 % in Duitsland en 6,3 % in Frankrijk). Voorts blijkt dat ook de personeelskosten per eenheid product in restaurants en cafés in België tussen 2008 en 2014⁽¹⁾ sneller zijn toegenomen dan in de buurlanden, namelijk met 15,9 %, tegen een wijziging van -0,2 % tot 7 % in de drie voornaamste buurlanden.

Samen met de sinds 2008 opgetekende daling van de consumentenuitgaven⁽²⁾, zou het relatief ruime aanbod van restaurants en cafés een negatief effect kunnen hebben gehad op de marges die, zoals hierboven vermeld, zeer smal zijn. De spelers in de sector zijn dan ook van oordeel dat de enige manier om de rentabiliteit op peil te houden, op een systematische aanpassing van de verkoopprijzen berust.

Afgezien van de aankoopkosten en de loonkosten hebben sommige overheidsmaatregelen ook een impact gehad op de consumptieprijzen. Zo zijn de accijnzen op dranken sinds 2008 in België sterker gestegen dan in de buurlanden (behalve de accijnzen op bier). Vanwege het relatief geringe gewicht van alcohol in de groep 'restaurants en cafés', sorteerde die toename over het geheel van de beschouwde periode evenwel slechts een beperkt effect. Bovendien raamde het INR het belang van de niet-aangegeven activiteiten in de horeca op 15 %. Zo wordt verondersteld dat de verplichte invoering, in 2016, van de zogeheten 'witte kassa' – een controlesysteem voor de verkoop en de aanwezigheid van personeel – een invloed uitoefent op de consumptieprijzen teneinde de verloren marges te compenseren⁽³⁾.

Op 21 december 2015 ondertekenden de brouwers, de horecafederaties en de Federatie van Belgische Drankenhandelaars een gedragscode die een einde zou

maken aan de 'brouwerijcontracten'. In heel wat van die contracten werd een tegen vaste prijzen⁽⁴⁾ af te nemen minimale hoeveelheid vastgelegd. Bij die nieuwe gedragscode werd het de brouwers of drankendistributeurs onder meer verboden verkoopprijzen op te leggen. Ze mogen ook niet langer de goedkeuring van de verkoopprijzen eisen. Dat kan de concurrentie tussen de etablissementen bevorderen.

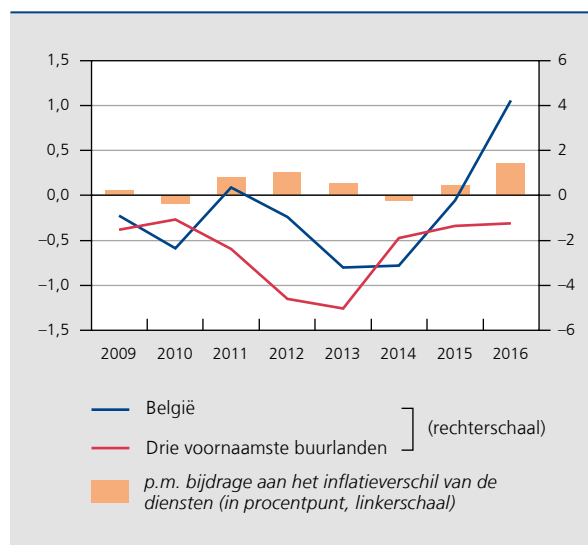
4.2 Telecommunicatie

Gemiddeld over de periode 2009-2016 zijn de telecommunicatieprijzen in België met 0,8 % gedaald, terwijl ze in de drie voornaamste buurlanden met gemiddeld 2,4 % zijn afgenomen. In Frankrijk hebben de prijzen gemiddeld beschouwd de sterkste daling te zien gegeven, namelijk 3,3 % (tegenover een daling met 1,9 % in Duitsland en in Nederland). Er zij opgemerkt dat het gewicht van de telecommunicatie in de totale index in België (6,5 %) en zijn drie buurlanden (gemiddeld 6,7 %) vergelijkbaar is.

Terwijl de prijzen voor mobiele telefoondiensten in België sterker zijn gedaald (-7,5 %) dan in de buurlanden, stegen de prijzen in ons land fors voor vaste telefoondiensten (+3,9 %), toegang tot het internet (+1,1 %) en vooral, recentelijk, voor packs (+6,8 % in 2016 ten opzichte van het voorgaande jaar⁽⁵⁾). In de Belgische indexkorf maakten de packs in 2016 60 % van de categorie

GRAFIEK 12 VERLOOP VAN DE INDEX VAN DE TELECOMMUNICATIEPRIJZEN

(jaar-op-jaar verandering van de prijsindex, in %, tenzij anders vermeld)



Bron: EC.

(1) Gecumuleerde groei van de personeelskosten per eenheid product, op basis van de enquête naar de Structuur van de Ondernemingen van de EC, enkel restaurants.

(2) Tussen 2008 en 2014 zijn de gemiddelde uitgaven per huishouden in de Belgische restaurants en cafés met slechts 11,1 % toegenomen, terwijl de consumptieprijzen van de restaurants en cafés (in gecumuleerde termen) met 18,5 % zijn opgelopen.

(3) Die kassa werd ingevoerd als reactie op de ten gunste van die fraudegevoelige sector genomen maatregel, namelijk de verlaging van de btw van 21 naar 12 % op 1 januari 2010. Die btw-verlaging had tot gevolg dat de sector meer inkomsten had, want die vermindering werd niet afgewenteld op de consument, terwijl de inkomsten van de Staat in tijden van crisis geringer waren.

(4) Niet enkel voor alcohol, maar ook voor andere dranken en koekjes.

(5) In België zijn de packs in de consumptiekorf opgenomen sinds 2014, in Duitsland en Nederland sinds 2015 en in Frankrijk sinds 2016.

TABEL 4 UITSPLITSING VAN DE INDEX VAN DE TELECOMMUNICATIEPRIJZEN, 2009-2016(jaar-op-jaar verandering van de prijsindex⁽¹⁾, in %)

	België	Duitsland	Frankrijk	Nederland
Telecommunicatie ⁽²⁾	-0,8	-1,9	-3,3	-1,9
Vaste telefoondiensten	3,9	-	0,3 ⁽³⁾	2,7 ⁽³⁾
Mobiele telefoondiensten	-7,5	-	-4,9 ⁽³⁾	-4,1 ⁽³⁾
Verlenen van toegang tot het internet	1,1	-	0,2 ⁽³⁾	0,5 ⁽³⁾
Packs (2015-2016) ⁽⁴⁾	6,8	-1,1	-	0,6

Bronnen: ADS, CBS, EC, INSEE, FOD Economie.

(1) Gemiddelde groei op jaarbasis 2009-2016.

(2) Omvat de apparatuur en de diensten.

(3) Verloop berekend op basis van de nationale consumptieprijs.

(4) Verandering tussen 2015 en 2016: de packs zijn in België sinds 2014 in de index opgenomen, in Duitsland en in Nederland is dat sinds 2015 en in Frankrijk pas sedert 2016.

'telecommunicatie' uit, gevolgd door mobiele telefonie (21%). Het inzake telecommunicatie in 2016 opgetekende verschil tussen België en zijn drie voornaamste buurlanden kan derhalve vooral worden toegeschreven aan het prijsverloop voor packs.

Volgens de FOD Economie en het Federaal Planbureau zijn de inputs van de bedrijfstak telecommunicatie voornamelijk afkomstig uit diensten van de sector zelf (68% van de totale inputs in België, tegen 65% in Nederland, 56% in Frankrijk en 52% in Duitsland). De kosten van die bevoorrading in de telecommunicatie werden berekend aan de hand van de deflator van de binnenlandse toegevoegde waarde van de bedrijfstak⁽¹⁾: in België zouden ze in gecumuleerde termen van 2008 tot 2014 scherp zijn gedaald met 32,7%. Die deflator bleek minder sterk te zijn teruggelopen dan in Frankrijk (-42,2%), maar wel meer uitgesproken dan in Duitsland (-28,9%) en, vooral, dan in Nederland (-5,9%). Het verloop van de inputprijzen was dus veeleer in het voordeel van België.

De loonkosten per eenheid product die voor de bedrijfstak telecommunicatie worden berekend op basis van de nationale rekeningen⁽²⁾, zijn sinds 2008 in België, gecumuleerd beschouwd, met 24,2% gedaald. Enkel Duitsland laat een markantere vermindering optekenen (-30,8%). De daling is minder sterk in Frankrijk, terwijl de loonkosten per uur in Nederland zelfs een stijging te zien gaven. Ook hier is het verloop van de kosten dus veeleer in het 'voordeel' van België.

(1) Op basis van niet-gepubliceerde voorlopige ramingen van het INR met inachtneming van een nieuwe reeks van producentenprijzen om de toegevoegde waarde in de bedrijfstak telecommunicatie te defleren.

(2) In het geval van België aan de hand van de niet-gepubliceerde nieuwe raming van de deflator van de toegevoegde waarde in de bedrijfstak telecommunicatie om de toegevoegde waarde naar volume te verkrijgen.

(3) Op die manier worden kwaliteitsverbeteringen in rekening genomen in de index.

Verscheidene kenmerken eigen aan de bedrijfstak telecommunicatie kunnen een rol hebben gespeeld in het prijsverloop van die diensten in België.

De inflatie mag dan wel worden berekend op basis van de Europese geharmoniseerde consumptieprijsindex (wat vergelijkingen tussen landen mogelijk maakt), er blijven toch van land tot land niet te verwaarlozen methodologische verschillen inzake indexberekening bestaan.

In België en Duitsland worden de meest geconsumeerde producten per profiel en provider opgetekend, bijvoorbeeld in termen van hoeveelheid belminuten (wat door Eurostat beschouwd wordt als de A-methode, dat is de meest geschikte methode). In België worden ook de migratiepercentages van oude naar nieuwe tarieven gebruikt. Als de tariefstructuren veranderen, waarbij een nieuwe, goedkopere, formule kan beantwoorden aan een bepaald consumentenprofiel in de index, dan wordt dat tarief in dat profiel verrekend en daalt bijgevolg de index in België⁽³⁾. In Frankrijk en Nederland worden de goedkoopste tarieven per profiel en per provider bijgehouden (B-methode, dat is de methode die kan worden aangewend ingeval de A-methode niet mogelijk is), wat een zeer grote mobiliteit van de consumenten naar goedkopere opties veronderstelt. Het is dus mogelijk dat het ongunstig prijsverloop deels toe te schrijven is aan een methodologisch verschil in de indexberekening.

Bovendien kan het niveau van de tarieven van de telecommunicatieproducten tussen landen moeilijk vergeleken worden omdat ze vaak verschillende extra diensten omvatten (bijvoorbeeld het opslaan van gegevens in de cloud of het ter beschikking stellen van Wi-Fi hotspots). Daarnaast is, volgens de providers, de kwaliteit van het vaste netwerk in België niet dezelfde als die in de drie

voornaamste buurlanden, wat ook de prijsverschillen zou kunnen verklaren⁽¹⁾.

De telecommunicatiesector is zeer kapitaalintensief en vergt omvangrijke investeringen in kapitaalgoederen om operationeel, innovierend en concurrerend te blijven. Tussen 2013 en 2015 waren de investeringen in materiële en immateriële activa in België goed voor ongeveer 20 % van de totale omzet van de sector⁽²⁾, terwijl het Europese gemiddelde in 2015 16,6 % bedroeg⁽³⁾. Het minder gunstige prijsverloop van de telecommunicatiediensten in België zou deels kunnen worden toegeschreven aan die hoge investeringsquote, zulks vanwege de doorberekening van die kosten aan de consumenten teneinde de kwaliteit van de dienstverlening te verbeteren⁽⁴⁾.

De concurrentie speelt intensiever op de markt van de mobiele telefonie (waar het marktaandeel van de virtuele operatoren fors gestegen is⁽⁵⁾). In dat opzicht werden bij de telecomwet van 2012 (met betrekking tot internet, televisie, vaste telefonie en mobiele telefonie) tal van wijzigingen voor de consument aangebracht. Met die wijzigingen werd beoogd de overstap van de ene operator naar de andere te vergemakkelijken. Ze hadden voornamelijk betrekking op het afschaffen van de te betalen vergoeding bij het opzeggen van een overeenkomst voor onbepaalde duur of het opzeggen van een overeenkomst voor bepaalde duur na de zesde maand volgend op de inwerkingtreding van de overeenkomst. De Belgische markt voor vaste telecommunicatie (telefonie, internet, tv, aangeboden als afzonderlijk product) ziet er enigszins uit als een duopolie met, enerzijds, Proximus en, anderzijds, de kabeloperatoren (VOO, SFR et Telenet).

- (1) Er zij echter opgemerkt dat de goedkoopste internetabonnementen in België, in tegenstelling tot die in de andere landen, gebruikslimieten hebben, wat consumenten ertoe aanzet zich te abonneren op duurdere formules zonder gebruikslimieten.
- (2) Gegevens van het BIPT, geraamd op basis van de elf belangrijkste Belgische operatoren. De investeringsquote bedroeg respectievelijk 19,7 % in 2013, 21,1 % in 2014 en 19,6 % in 2015.
- (3) Gegevens afkomstig van de ETNO (European Telecommunications Network Operators' Association) en het BIPT.
- (4) De vennootschap Telenet meldde op 10 januari 2017 een tariefverhoging van sommige van haar diensten teneinde investeringen in haar netwerk te financieren en zodoende beter te kunnen voorzien in de behoeften van haar klanten. Ook Proximus besloot op 1 januari 2017 de tarieven voor sommige producten op te trekken en kondigde aan het begin van het jaar een belangrijk investeringsproject aan dat van 2017 tot 2030 zal lopen met als doel vaart te zetten achter de verspreiding van de glasvezelkabel in België en op die manier zijn klanten een supersnel internet te kunnen aanbieden.
- (5) Op de markt voor mobiele telefonie is Proximus een grote speler, met een marktaandeel van ongeveer 40 % in 2015. De twee grootste concurrenten van Proximus zijn Orange en Base (22 % en 16 %). De virtuele operatoren (waarvan Telenet en Lycamobile de belangrijkste zijn) maken niettemin ruim 20 % van de markt uit. Telenet heeft in 2016 evenwel Base Company overgenomen, zodat het marktaandeel van Base Company (en dus Telenet) de komende jaren groter zal zijn.
- (6) De operatoren die momenteel actief zijn op de residentiële markt van de gezamenlijke aanbiedingen zijn volgens het BIPT Proximus, Belgian Telecom, Billi, Cybernet, EDPnet, Orange Belgium, Scarlet, Schedom/Dommel, SFR, Telenet, TéléSat, TV Vlaanderen, United Telecom en VOO.
- (7) De overstap naar een andere vaste operator zal worden vereenvoudigd dankzij de procedure 'Easy switch', voor zover de consument op zijn minst beschikt over toegang tot het internet of een televisiedienst. Zo zal de nieuwe operator, in plaats van de consument, de overstapformaliteiten (stopzetting diensten, opzegging, ...) moeten afhandelen. Dat zal resulteren in onder meer een verkorting van de periode waarin de dienstverlening onderbroken wordt en in een beperking van het risico van dubbele facturatie.

Het openstellen, in 2016, van de kabelnetwerken, alsook de toegang tot het kopernetwerk van Proximus waren bedoeld om de concurrentie op die markt te bevorderen. Het aantal providers is vooral beperkt voor het triple play aanbod (internet, vaste telefonie, digitale televisie). Onder de voornaamste Belgische operatoren⁽⁶⁾, zijn Proximus en Telenet de twee grootste spelers op de residentiële markt van de gezamenlijke aanbiedingen, met elk een markt-aandeel tussen 30 en 40 % in 2015.

De gezamenlijke aanbiedingen zwakken de mobiliteit van de Belgische verbruikers op de telecommunicatiemarkt aanzienlijk af en bemoeilijken er in hoge mate de opkomst van echte alternatieve operatoren. Zoals blijkt uit de geringe uitvalsgraad voor de triple en quadruple play gezamenlijke aanbiedingen (respectievelijk 14 en 3 % van de huishoudens hebben hun contract in 2014 opgezegd), zou die inertie van de consument de handhaving van de hoge prijzen voor die producten, of zelfs tariefverhogingen, in de hand kunnen werken. Door de liberalisering van de kabel in 2016 en de inwerkingtreding, in juli 2017, van de nieuwe regelgeving 'Easy switch', waarmee wordt beoogd de mobiliteit van de klanten nog sterker te stimuleren⁽⁷⁾, zou de concurrentie tussen de voornaamste operatoren kunnen worden geïntensiveerd en zouden de tariefpraktijken kunnen worden herzien.

Conclusies en mogelijke aanbevelingen

In de periode 1998-2016 bedroeg de diensteninflatie in België gemiddeld 2,1 %, tegen 1,7 % in de drie voornaamste buurlanden. Sinds 2009 hebben de diensten systematisch een positieve bijdrage geleverd aan het totale inflatieverschil tussen België en zijn voornaamste buurlanden. Twee categorieën spelen een doorslaggevende rol in het inflatieverschil: restaurants en cafés, en telecommunicatie.

Het verloop van de dienstprijzen kan worden gerelateerd aan het verloop van de conjunctuur door gebruik te maken van Phillipscurven. Sinds 2014 is de in België opgetekende diensteninflatie evenwel hoger dan waar in de modellen wordt van uitgegaan. De inspanningen inzake loonmatiging van de afgelopen jaren hebben kennelijk slechts weinig effect gesorteerd op de prijzen. Nochtans worden de productiekosten van diensten grotendeels, ten belope van 34 %, bepaald door de arbeidskosten.

De gereguleerde diensten, dat zijn de diensten waarvan de prijzen direct of indirect door de overheid worden bepaald, hebben de afgelopen jaren een aanzienlijke bijdrage geleverd aan de diensteninflatie. Sinds 2012 verklaart

dat type prijzen trouwens grotendeels het inflatieverschil; tevoren waren dat vooral de prijzen in restaurants en cafés. In 2016 was 93 % van het verschil inzake diensteninflatie tussen België en zijn drie voornaamste buurlanden toe te schrijven aan de gereguleerde diensten (38 %), de telecommunicatie (29 %) en de restaurants en cafés (26 %). Het belang van deze twee laatste branches voor die vaststelling is echter opmerkelijker, aangezien hun gewicht in de dienstenkorf respectievelijk 15,2 en 6,5 % bedraagt, tegen 28 % voor de gereguleerde diensten.

De prijs van sommige diensten wordt geïndexeerd op basis van diverse indexcijfers, namelijk de gezondheidsindex en de totale nationale consumptieprijsindex, maar ook aan de hand van specifieke indices (bijvoorbeeld ABEX). De geïndexeerde diensten, die meestal van publieke aard zijn, zorgen mee voor het persistente karakter van de diensteninflatie.

De analyse van de marktwerking levert gedeeltelijke resultaten op, voornamelijk als gevolg van de beperkingen van de beschikbare indicatoren. Diverse tekenen wijzen niettemin op een beperkte concurrentie in sommige netwerkdiensten, zoals de telecommunicatie. De opening van het netwerk van de kabeloperatoren en de 'Easy switch' maatregel, die bedoeld is om de consumenten te helpen de beste aanbieder te kiezen, zouden de concurrentie echter moeten stimuleren. In dat opzicht is de informatie aan de consument essentieel, hoewel deze laatste ook een belangrijke rol speelt in het selecteren van het beste aanbod overeenkomstig zijn profiel. Wat de restaurants en cafés betreft, tekent de concurrentie zich meer op lokaal dan op nationaal niveau af. Ook in die branches wordt een positief verloop verwacht, gelet op het einde van de brouwerijcontracten voor cafés. Het zal evenwel

een tijd duren vooraleer de gevolgen van die veranderingen zullen kunnen worden beoordeeld.

Naast een regelmatige monitoring van de inflatie in de diensten, dient de follow-up van de graad van concurrentie in de dienstenactiviteiten te worden verbeterd, bijvoorbeeld aan de hand van de horizontale screening teneinde de branches te bepalen die in aanmerking komen voor structurele hervormingen. Een hogere graad van concurrentie noopt de producenten ertoe hun productieprocessen te rationaliseren, in nieuwe technologieën te investeren om productiviteitswinsten te behalen, te innoveren om zich te onderscheiden, en stelt de meest efficiënte ondernemingen in staat te groeien, terwijl de niet-efficiënte ondernemingen de markt zullen verlaten; al die elementen zullen aan de klanten ten goede komen via goedkopere of kwaliteitsvollere diensten. Daarom is het van essentieel belang dat in de regelgeving van de markten een evenwicht wordt gevonden om ervoor te zorgen dat de eruit voortvloeiende voordelen groter zijn dan de eraan verbonden kosten.

Een en ander neemt niet weg dat de prijzen van een groot aantal diensten (of het verloop van die prijzen) onderworpen zijn (is) aan door de overheid bepaalde regels. Die regelgevingen bepalen niet systematisch een transparante methodologie (die bijvoorbeeld in overeenstemming zou zijn met het verloop van de productiekosten) en de prijzen worden niet steeds regelmatig herzien. Transparantere mechanismen inzake prijszetting, met name via een verduidelijking van de regels inzake prijsverhoging op het niveau van de contracten voor sommige diensten (niet alleen de overheidsdiensten, maar bijvoorbeeld ook de contracten inzake verplichte verzekering) of van de facturen, zouden een stap in de goede richting zijn.

Bibliografie

- Armstrong M. en J. Vickers (1993), 'Price Discrimination, Competition and Regulation', *Journal of Industrial Economics*, 41(4), 335-359.
- Aucremagne L., N. Cordemans, D. Cornille en M. Dossche (2010), 'Inflatieverschil tussen België en de drie voornaamste buurlanden en mogelijke gevolgen daarvan voor het concurrentievermogen', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 23-41.
- Cavelaars P. (2002), *Does Competition Enhancement Have Permanent Inflation Effects?*, De Nederlandsche Bank Staff Reports.
- Ciccarelli M. en C. Osbat (2017), *Low inflation in the euro area: causes and consequences*, ECB Occasional Paper Series 181, January.
- Conway P., D. De Rosa, G. Nicoletti en F. Steiner (2006), *Regulation, Competition and Productivity Convergence*, OECD Economics Department Working Paper 509.
- Cornille D. en B. Robert (2005), 'Sectorale interdependencies en kostenstructuur van de Belgische economie: een toepassing van de input-outputtabellen', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 33-49.
- Druant M. (2005), 'Prijzsettingsgedrag in het eurogebied: resultaten van een enquête van het Eurosysteem', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 87-94.
- ECB (2001), *Price effects of regulatory reform in selected network industries*, March.
- ECB (2002), 'Price level convergence and competition in the euro area', *Monthly Bulletin*, August.
- ECB (2003), 'Recent developments in network industries', *Monthly Bulletin*, Box 4, November.
- ECB (2004), 'Measuring and analyzing profit developments in the euro area', *Monthly Bulletin*, January.
- ECB (2006), *Competition, productivity and prices in the euro area services sector*, ECB Occasional Paper Series 44, April.
- ECB (2007), 'Competition in and economic performance of the euro area services sector', *Monthly Bulletin*, May.
- FOD Economie (2017), *Marktwerking in België: horizontale screening van sectoren*, Prijzenobservatorium, februari.
- FOD Economie, FPB, NBB (2017), *Jaarverslag 2016 van het Instituut voor de Nationale Rekeningen – Deel II Analyse van de diensteninflatie*.
- Janger J. en P. Schmidt-Dengler (2010), 'The Relationship between Competition and Inflation', Oesterreichische Nationalbank, *Monetary Policy and the Economy*, Q1.
- Jonsson M. (2007), 'Increased competition and inflation', *Sveriges Riksbank Economic review*.
- Przybyla M. en M. Roma (2005), *Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries*, ECB working paper 453, March.
- Thum-Thysen A. en E. Canton (2015), *Estimation of service sector mark-ups determined by structural reform indicators*, European Economy – Economic papers 547, April.

Lage inflatie in het eurogebied : oorzaken en gevolgen

M. Deroose
A. Stevens⁽¹⁾

Inleiding

Sinds het uitbreken van de financieel-economische crisis in 2007 valt het verloop van de inflatie in het eurogebied, maar ook wereldwijd, moeilijker te begrijpen en te voorspellen. Tussen 2009 en eind 2011 stonden economen voor een eerste raadsel: vanwege de diepte en de duur van de recessie zou de inflatie naar verwachting sterk dalen. Ze bleef echter verrassend stabiel (er was dus sprake van een 'missing disinflation puzzle'). Tussen 2012 en 2016 volgde een nieuw raadsel. Ditmaal deed het aanhoudend economisch herstel vermoeden dat de inflatie zou aantrekken; de inflatiecijfers kwamen echter persistent onder de doelstelling uit (missing inflation puzzle).

Wordt de inflatiedynamiek in het eurogebied tijdens die laatstvermelde periode grondiger geanalyseerd, dan vallen drie markante ontwikkelingen op. Om te beginnen, vertoonde de totale inflatie er vanaf 2012 tot eind 2016 een sterk dalend verloop; af en toe kwam ze zelfs onder nul uit. De neerwaartse trend in de onderliggende inflatie (dat is de totale inflatie ongerekend de energie- en voedingscomponenten) was wat minder uitgesproken. Met gemiddeld 1% over de beschouwde periode viel ook de onderliggende inflatie echter zeer laag uit.

Voorts hebben de inflatieprojecties vanaf 2012 de (ex post) gerealiseerde inflatie systematisch overschat. Dat geldt niet alleen voor de inflatieramingen van het Eurosysteem, die zijn weergegeven in Grafiek 1, maar eveneens voor

de vooruitzichten van andere internationale instellingen (waaronder de Europese Commissie, het IMF en de OESO) en voor die van professionele voorspellers (bijvoorbeeld de door de ECB ondervraagde economen).

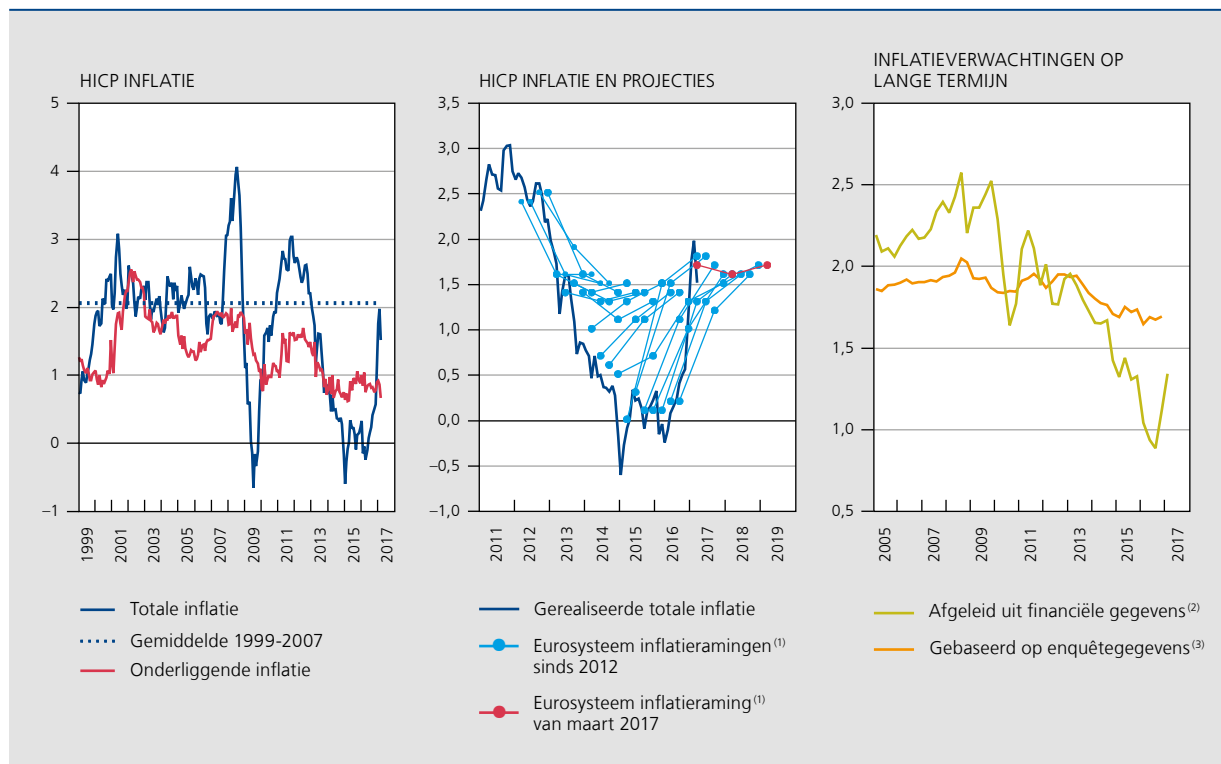
Tot slot zijn ook de inflatieverwachtingen gedaald, en dat zowel op korte als op lange termijn. Schommelingen in de inflatieverwachtingen op korte termijn zijn niet verrassend aangezien de economische subjecten hun verwachtingen ter zake aanpassen als reactie op macro-economische schokken die het prijsverloop beïnvloeden. Vanwege haar doelstelling inzake prijsstabiliteit beoogt de ECB die schokken op middellange termijn evenwel op te vangen. Indien de economische subjecten dat geloven, zouden hun inflatieverwachtingen op langere termijn stevig verankerd moeten blijven rond de inflatiedoelstelling, wat in het eurogebied tijdens de periode vóór de crisis ook het geval was. De forse daling, sinds 2012, van de inflatieverwachtingen op lange termijn afgeleid uit financiële gegevens – waarin ook risicopremies vervat zijn – en, zij het ietwat later en minder scherp, van die gebaseerd op enquêtegegevens – die een zuiverder maatstaf zijn – waren dus uitzonderlijk en, daarom, verontrustend.

Om het risico op een te lange periode van te lage inflatie af te wenden, introduceerde het Eurosysteem een aantal niet-conventionele maatregelen, waaronder een aankoopprogramma van activa (asset purchase programme – APP). Daarnaast werd er binnen het Eurosysteem ook een werkgroep (de Low Inflation Taskforce of kortweg LIFT) opgericht – waar ook economen van de NBB aan deelnamen –, en die als opdracht had de lage inflatie in het eurogebied tussen 2012 en 2016 te onderzoeken. In dit artikel worden de belangrijkste bevindingen van

(1) De auteurs danken Jef Boeckx voor zijn waardevolle opmerkingen en suggesties.

GRAFIEK 1 LAGE INFLATIE IN HET EUROGEBIED SINDS 2012

(jaar-op-jaar veranderingspercentage)



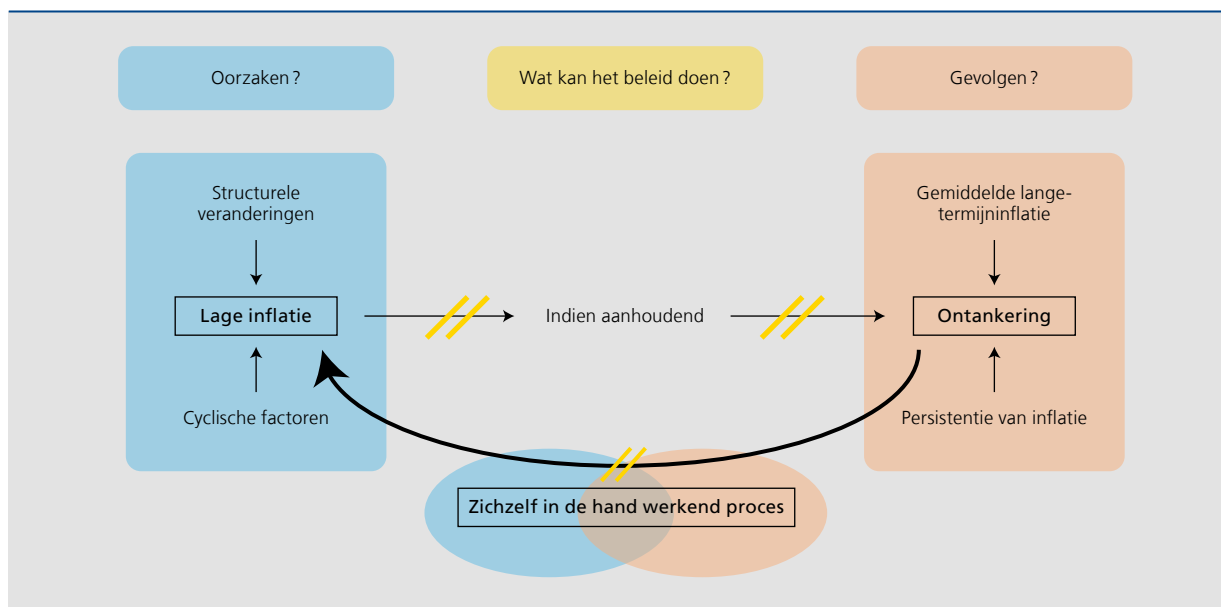
Bronnen: ECB, Thomson Reuters.

- (1) De inflatieramingen worden door medewerkers van het Eurosysteem opgesteld en ze zijn onderdeel van de ruimere op kwartaalbasis uitgevoerde macro-economische voorspellingsoefeningen voor het eurogebied. De hier weergegeven inflatieramingen zijn jaargemiddelden.
- (2) Kwartaalgemiddelden van inflatieverwachtingen die zijn afgeleid van inflatieswaps die het inflatierisico in het eurogebied dekken voor een periode van een jaar die vier jaar na het sluiten van de overeenkomst start.
- (3) Gemiddelde van de geaggregeerde kansverdeling van de inflatievooruitzichten over vijf jaar. De gegevens zijn afkomstig van de ECB-kwartaalenquête bij professionele voorspellers (Survey of Professional Forecasters – SPF).

die werkgroep overlopen; voor een uitvoeriger analyse wordt verwezen naar het LIFT-rapport zelf (zie Ciccarelli en Osbat (2017)). Dit artikel behandelt niet de specifieke situatie van België, waar de inflatie sinds begin 2015 sterk is toegenomen. Voor een analyse daarvan wordt verwezen naar het artikel van Jonckheere en Zimmer (2017) elders in dit Economisch Tijdschrift.

Dit artikel is opgebouwd rond vier concrete vragen in verband met de lage inflatie in het eurogebied. Eerst wordt (theoretisch) geschetst waarom het opnieuw doen aansluiten van de inflatie bij de doelstelling belangrijk is en waarom het de stap naar niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen rechtvaardigt. Dan wordt op basis van de empirische resultaten van het LIFT-rapport verklaard welke factoren sinds 2012 de inflatie neerwaarts drukten. De rol van structurele factoren – zoals demografische of technologische veranderingen – lijkt veeleer beperkt. Bij de cyclische factoren is een rol weggelegd voor vraag- en aanbodschokken van binnen- en buitenlandse oorsprong.

Vervolgens worden de gevolgen van de lage inflatie geanalyseerd. Een te lange periode van te lage inflatie kan ervoor zorgen dat de inflatieverwachtingen neerwaarts worden bijgesteld, waardoor deze laatste dreigen te 'ontankeren' van de inflatiedoelstelling van de centrale bank. Een ontankering van de inflatieverwachtingen is zorgwekkend omdat ze een situatie kan teweegbrengen waarin de lage inflatie zichzelf in stand houdt. In dat geval is de lage inflatie niet langer alleen maar een symptoom van de economische malaise, maar wordt ze tevens een factor die het herstel in de weg staat omdat ze, bijvoorbeeld, de schuldafbouw bemoeilijkt. Zodoende wordt de lage inflatie op haar beurt een oorzaak van lage inflatie. Het is daarbij van belang na te gaan of de ontankering erop wijst dat de huidige lage inflatie langer zal aanhouden of dat ze overeenkomstig de verwachtingen terugkeert naar een lager peil. In het eerste geval wordt ervan uitgegaan dat tijdelijke negatieve vraagschokken gedurende een langere periode desinflatoire druk zullen uitoefenen. Op lange termijn keren de verwachtingen echter wél terug naar het inflatieanker van de centrale bank. In het tweede



Bron: NBB.

geval dreigen de verwachtingen permanent te ontankeren van de inflatiedoelstelling. Een toenemende persistentie wijst er dan ook op dat de beleidsinstrumenten minder efficiënt zijn om prijsstabiliteit te vrijwaren, terwijl een daling van de gemiddelde langetermijninflatie een slinkend vertrouwen impliceert in het engagement van de centrale bank tot prijsstabiliteit.

Ten slotte wordt geschetst wat het beleid kan doen om de inflatie opnieuw onder, maar dicht bij 2% te brengen. Om een zichzelf voedende spiraal van lage inflatie te doorbreken, moet het monetair beleid op twee fronten werken. Enerzijds dient alles in het werk te worden gesteld om de inflatie tijdig naar haar doelstelling te loodsen en aldus te voorkomen dat een proces van ontankering op gang wordt gebracht. Anderzijds moet afdoende worden gereageerd op signalen van een dreigende ontankering, zodat wijzigingen in de inflatieverwachtingen geen impact hebben op de gewenste monetairbeleidskoers. Aangezien het monetair beleid niet onbeperkt kan worden ingezet, is er ook voor andere beleidsdomeinen een rol weggelegd.

De hieronder volgende analyse focust op het verleden, maar ze biedt tegelijkertijd inzichten die, ondanks de schijnbaar veranderende inflatiedynamiek, ook bij het ter perse leggen van dit artikel relevant blijven. Zo is de totale inflatie in het eurogebied sinds eind 2016 fors gestegen – in februari 2017 piekte ze zelfs op 2% –, maar dat was voornamelijk het gevolg van de stijging van de olieprijs.

De onderliggende inflatie bleef echter nagenoeg stabiel op een laag niveau, wat erop wijst dat de binnenlandse prijsdruk zeer zwak blijft en dat de stijging van de totale inflatie nog niet duurzaam van aard is. Ook de inflatieverwachtingen op lange termijn hebben recentelijk een opwaartse beweging laten optekenen, maar ze blijven nog ver verwijderd van hun niveaus van vóór de crisis. Kortom, terwijl het gevaar voor deflatie in het eurogebied inderdaad zogoed als geweken lijkt, is het alsnog te vroeg om te besluiten dat de risico's verbonden aan de lage inflatie volledig zijn ingedijkt. Vandaar dat het omvangrijke pakket monetairbeleidsmaatregelen (activa-aankopen, een negatieve rente en de mededeling dat die maatregelen nog geruime tijd van kracht zullen blijven) onverkort wordt geïmplementeerd.

1. Waarom probeert de ECB de inflatie dicht bij 2% te handhaven?

Het vrijwaren van prijsstabiliteit wordt beschouwd als de beste bijdrage die het monetair beleid kan leveren aan de economische groei en de welvaart. Prijsstabiliteit is dan ook de hoofddoelstelling van de ECB en wordt door haar Raad van Bestuur gedefinieerd als:

'een jaar-op-jaar verandering in de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) in het eurogebied van onder, maar dicht bij, 2% op middellange termijn.'

De expliciete verwijzing naar '2%' moet de inflatieverwachtingen stevig rond dat niveau helpen verankeren. De nuancerings 'onder' en 'dicht bij' die aan het nominale anker worden toegevoegd, verduidelijken dat de ECB noch een te hoge noch een te lage inflatie tolereert. Beide fenomenen zijn in het verleden immers zeer schadelijk gebleken voor de economie. De focus op de middellange termijn biedt de ECB echter wel de mogelijkheid geleidelijk en behoedzaam te reageren op schommelingen in de inflatie. Zo vermijdt ze dat de economische bedrijvigheid en haar beleidsinstrumenten té volatiel zijn en draagt ze ook bij aan de macro-economische stabiliteit. Tot slot zij opgemerkt dat de doelstelling inzake prijsstabiliteit geldt voor het eurogebied als geheel en dat er dus niet wordt gefocust op prijsontwikkelingen in individuele lidstaten.

Het handhaven van een stabiele en positieve inflatie conform de doelstelling is altijd belangrijk – aangezien het bijdraagt tot een vlot functionerende economie –, maar des te meer in economisch slechte tijden. Precies in dit laatste geval is een aanhoudend zwakke inflatie immers erg zorgwekkend omdat ze het economisch herstel kan vertragen. Zo heeft de lage inflatie in het eurogebied de uitdagingen van na de crisis nog verzaamd. Die uitdagingen behelzen het noodzakelijke proces van schuldafbouw, het wegwerken van macro-economische onevenwichten in bepaalde lidstaten, en beleidsrentes die hun ondergrens naderen.

Aangezien financiële contracten doorgaans in nominale termen worden afgesloten, nemen, bij een onverwachte vertraging van de inflatie, de reële lasten van de eerder aangegane schulden toe. Dat bemoeilijkt het proces van schuldafbouw wat, ceteris paribus, de spaarneiging verder doet toenemen en, derhalve, een (verdere) vraaguitval in de hand werkt. Mocht de inflatie in het eurogebied echter opnieuw aanknopen met de doelstelling van 'dicht bij 2%', dan zou zulks, naast het uitblijven van een arbitraire vermogensherverdeling van schuldenaars naar schuldeisers, ook zorgen voor een snellere schuldafbouw.

De aanhoudend lage inflatie in het eurogebied als geheel bemoeilijkt er ook de correctie van de scheefgetrokken concurrentieposities, in het bijzonder wat het kostenverloop betreft. Het herstel van het concurrentievermogen vereist dan immers dat lonen en prijzen in absolute termen dalen in de lidstaten waar vóór de crisis de reële wisselkoers sterk apprecieerde. Om diverse redenen staan werkgevers en werknemers daar echter terughoudend tegenover, waardoor het aanpassingsproces er vertraagt, de werkloosheid toeneemt en de vraag verder uitholt⁽¹⁾. Een

inflatie van dicht bij 2% in het eurogebied – het resultaat van prijsstijgingen met meer dan 2% in de sterkere lidstaten en van een lagere inflatie in de zwakkere lidstaten – zou het aanpassingsproces daarentegen bespoedigen.

Stabiele en positieve inflatieverwachtingen die in de lijn liggen van de doelstelling, namelijk een inflatie dicht bij 2%, verkleinen ook het risico dat de beleidsrentes op hun ondergrens stoten. De nominale rente is immers gelijk aan de som van de inflatieverwachtingen en de reële rente. Zodra de nominale beleidsrentes hun bodempeil naderen, zoals thans in het eurogebied het geval is, beperkt dit de centrale bank in haar mogelijkheden om de korte reële rente nog verder te verlagen en verkleint aldus haar marge om een doeltreffend stabiliserend vraagbeleid te voeren. Mochten de inflatieverwachtingen op dat ogenblik niet langer stevig verankerd zijn en een neerwaartse tendens vertonen, dan oefenen ze zelfs opwaartse druk uit op de reële rente en brengen zodoende een ongewild restrictiever monetair beleid teweeg dat de economische groei afremt⁽²⁾. Dat is niet alleen vandaag een probleem; lagere inflatieverwachtingen verkleinen ook de marge van de centrale bank om in de toekomst ongunstige schokken op te vangen aangezien de nominale rente dan nog laag zal zijn.

2. Wat zijn de oorzaken van de lage inflatie?

2.1 Structurele factoren spelen een eerder kleine rol

Tussen 2012 en 2015 werd de inflatie in de projectieoefeningen van het Eurosysteem, maar ook van andere organisaties, systematisch overschat (zie Grafiek 1). Een verklaring hiervoor kan zijn dat de econometrische modellen op basis waarvan die projecties worden opgesteld, mogelijk te weinig rekening hebben gehouden met deflationaire structurele veranderingen in de economie. Diverse signalen wijzen er echter op dat structurele factoren – in het bijzonder de veroudering van de bevolking en de toegenomen elektronische handel (e-commerce) – slechts een minimale rol spelen in het verklaren van de recentelijk zwakke inflatiedynamiek. Dat spoort tevens met de 'klassieke' veronderstelling dat inflatie op lange termijn een monetair verschijnsel is en dat reële factoren er derhalve geen permanent effect op hebben.

In theorie kan de vergrijzing via meerdere kanalen op de inflatie inwerken, met tegenstrijdige effecten evenwel. Enerzijds kan ze aanleiding geven tot een vraaguitval die, enkel wanneer hij niet door het monetair beleid wordt

(1) Voor studies over onder meer neerwaartse rigiditeiten in prijzen en lonen in het eurogebied, zie de werkzaamheden van twee werkgroepen van het Eurosysteem, namelijk het Wage Dynamics Network en het Inflation Persistence Network.

(2) Zie onder meer Cordemans et al. (2016).

geacommodeerd, resulteert in deflatoire druk. Zo stelt Shirakawa (2012) dat een verouderende bevolking de verwachtingen inzake potentiële groei drukt met een lager permanent inkomen voor de huishoudens tot gevolg. In overeenstemming daarmee beweert Katagiri (2012) dat wanneer de vergrijzing wordt veroorzaakt door een stijging van de levensverwachting, de langere pensioenperiode de huishoudens ertoe aanzet meer te sparen om aldus in de hogere consumptie- en onderhoudsbehoeften te voorzien. Beide ontwikkelingen resulteren in méér sparen en minder investeren of consumeren. Daardoor daalt de reële evenwichtsrente⁽¹⁾ en vertraagt de potentiële groei. Bullard et al. (2012) geven nog een andere verklaring voor het negatieve verband tussen vergrijzing en inflatie. Ze gaan ervan uit dat ouderen – die nettospaarders zijn – een voorkeur hebben voor een lage inflatie. Naarmate het electorale gewicht van de ouderen in het kiespubliek stijgt, zouden ze er ook beter in slagen de voorkeur voor een lage en stabiele inflatie door te drukken. Anderzijds stelt de levenscyclushypothese dat ouderen na hun pensionering ontsparen en dus meer consumeren. Een verouderende bevolking zou dan leiden tot een stijging van de effectieve vraag. Mocht de productiecapaciteit de stijgende vraag in onvoldoende mate volgen, dan zou daardoor opwaartse druk op de inflatie ontstaan.

Theoretische kanalen geven dus geen uitsluitsel over het verband tussen vergrijzing en inflatie. Empirisch onderzoek ter zake doet dat evenmin. De meest gangbare empirische bevinding is dat een verouderende bevolking de inflatie drukt, wat door bepaalde studies evenwel wordt weerlegd⁽²⁾. De diverse beschouwingen lijken er echter allemaal op te wijzen dat een demografische verandering in de eerste plaats een impact heeft op de reële evenwichtsrente en op de potentiële groei. Enkel wanneer het monetair beleid met deze veranderingen geen rekening houdt of kan houden (bijvoorbeeld omdat de beleidsrentes hun bodempeil hebben bereikt), zouden ze ook een impact hebben op de inflatie.

Ook technologische innovaties, zoals de opkomst en de verspreiding van e-commerce, kunnen de inflatie drukken. E-commerce impliceert immers een verlaging van de bedrijfskosten, wat aan de klant kan worden doorberekend. Bovendien kunnen meer transparante prijzen de concurrentie verscherpen met desinflatoire druk tot gevolg. Ondanks de sterke groei van e-commerce blijkt echter uit recente studies dat hij de recente daling van de inflatie in het eurogebied slechts in geringe mate kan verklaren. Zo zou een stijging met 1 procentpunt van het aandeel van de mensen die via het internet informatie opzoeken over goederen en diensten, tot een daling leiden van de inflatie van niet-energetische producten met gemiddeld

slechts 0,025 procentpunt per jaar in de verschillende EU-landen⁽³⁾. Bovendien geldt eens te meer dat het monetair beleid, indien het verder kan worden versoepeld, de wijziging in de relatieve prijzen als gevolg van e-commerce kan opvangen, waardoor deze laatste de inflatie niet gedurende een zeer lange tijd kan aantasten.

2.2 Cyclische factoren – initieel van binnenlandse aard – zijn de belangrijkste oorzaak

Aangezien structurele factoren tijdens de periode 2012-2016 slechts een geringe rol leken te spelen in de lage inflatie in het eurogebied, moet de verklaring veeleer worden gezocht in cyclische factoren. Monetairbeleidsmakers hebben er belang bij te weten of de cyclische schokken veeleer gedreven zijn door vraag- dan wel door aanbodfactoren en of ze hoofdzakelijk van binnen- of buitenlandse oorsprong zijn. Een gepaste reactie op inflatieschommelingen hangt immers af van de aard van de schok die eraan ten grondslag ligt. Zo vereist een negatieve binnenlandse vraagschok – die zowel de economische bedrijvigheid als de inflatie drukt – een snelle beleidsreactie aangezien de centrale bank de beide variabelen kan stabiliseren. Bij een positieve buitenlandse aanbodschock, bijvoorbeeld een daling van de olieprijs – die de inflatie drukt maar tegelijkertijd het economisch potentieel ondersteunt –, is in principe een tragere reactie geoorloofd omdat de centrale bank voor een dilemma staat tussen het stabiliseren van de groei en de inflatie. Worden de inflatieverwachtingen aangetast, dan is een snelle reactie hoe dan ook gerechtvaardigd, onafhankelijk van de aard van de schok.

Aan de hand van een vector-autoregressiemodel (VAR) kan worden nagegaan welke relatieve rol zeven cyclische schokken hebben gespeeld in het verklaren van de sinds 2012 zwakke inflatiedynamiek (zie het linkergedeelte van Grafiek 3)⁽⁴⁾. Daaruit blijkt dat aanvankelijk de wijziging in de bijdrage van binnenlandse aanbodschokken en wat later ook van binnenlandse vraagschokken – van positief naar negatief – de inflatie in hoge mate heeft gedrukt.

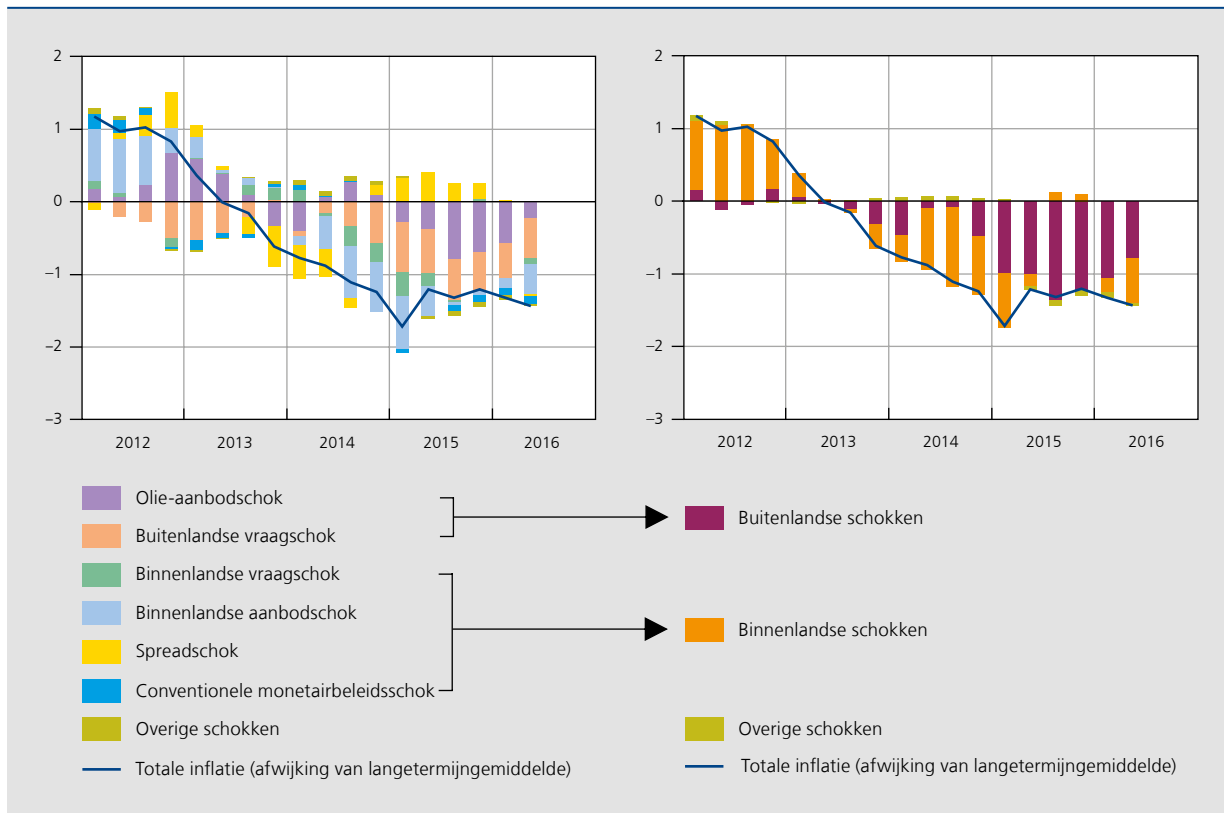
(1) Dat is de rente waarbij sparen en investeren in evenwicht zijn, of nog, de rente waarbij de economische bedrijvigheid haar potentieel niveau bereikt en de inflatie stabiel is.

(2) Volgens Bobeica et al. (2017), Anderson et al. (2014), Yoon et al. (2014), Bullard et al. (2012), Katagiri (2012) zou een verouderende bevolking de inflatie veeleer drukken, terwijl Juselius en Takats (2015, 2016) het omgekeerde vaststellen.

(3) Dit resultaat is verkregen aan de hand van een paneldata-analyse die werd uitgevoerd door Mohr en Rubene in het kader van LIFT (zie Ciccarelli en Osbat (2017), kader 3, blz. 71).

(4) De VAR maakt gebruik van zeven variabelen: de olieprijs, het buitenlands reëel bbp, het bbp van het eurogebied, de HICP van het eurogebied, de EONIA, de spread tussen de tienjaars overheidsobligatie van het eurogebied en de EONIA, en de nominale effectieve wisselkoers van de euro. De zeven schokken werden geïdentificeerd aan de hand van nul- en tekenrestricties. Voor meer informatie, zie Bobeica en Jarocinski (2017).

GRAFIEK 3 HISTORISCHE DECOMPOSITIE VAN DE INFLATIE IN TERMEN VAN ONDERLIGGENDE SCHOKKEN
(jaar-op-jaar veranderingspercentage in de HICP; bijdragen in procentpunt)



Bron: LIFT (Ciccarelli en Osbat (2017), grafieken 12-13, blz. 21).

Vanaf eind 2014 speelt de neerwaartse druk die uitgaat van de lage olieprijs alsook de zwakke buitenlandse vraag echter een steeds belangrijker rol. Het rechtergedeelte van Grafiek 3, waarin de zeven schokken worden gegroepeerd, toont duidelijk aan dat het over de periode 2012-2014 binnenlandse schokken waren die ten grondslag lagen aan het dalend inflatieverloop en dat, vervolgens, buitenlandse schokken die rol overnamen.

Volgens het VAR-model is de ondergrens van de nominale beleidsrentes evenmin zonder gevolgen gebleven, zoals blijkt uit de sedert 2014 licht negatieve bijdrage van het traditioneel monetair beleid aan de inflatie (impact van de renteschok). Dit geeft weer dat de centrale bank moeilijk ongunstige schokken kan opvangen wanneer de beleidsrentes hun ondergrens naderen. Niet-conventionele stimuleringsmaatregelen maakten het de ECB echter mogelijk opnieuw positief bij te dragen aan de terugkeer van de inflatie naar haar doelstelling (impact van de spreadshok). De meest bekende niet-conventionele maatregel, namelijk de invoering van het APP, volgde op de sterke en langdurige daling van de olieprijs omstreeks medio 2014. Aanhoudende, desinflatoire aanbodschokken vereisen

immers een onmiddellijke monetairbeleidsrespons omdat de economische subjecten, zeker in een lagerenteomgeving met onderbenutte productiecapaciteit, hun inflatieverwachtingen neerwaarts dreigen te herzien. Een dergelijke daling van de inflatieverwachtingen kan vervolgens, via tweederonde-effecten, doorwerken in het loon- en prijsvormingsproces en aldus de onderliggende inflatie (verder) aantasten.

2.3 De Phillipscurve blijft relevant

De vaststelling dat binnenlandse, veeleer dan buitenlandse, schokken verantwoordelijk zijn voor de desinflatie in de periode 2012-2014 wijst erop dat de Phillipscurve nuttig blijft om de inflatiedynamiek te begrijpen. Dat druist in tegen eerdere beweringen die – op basis van de twee inflatiepuzzels die volgden op het uitbreken van de financiële crisis – stellen dat de Phillipscurve aan verklarende kracht heeft ingeboet⁽¹⁾. In haar eenvoudigste

(1) Voor een overzicht, zie bijvoorbeeld Constâncio (2015).

vorm geeft de Phillipscurve het verband weer tussen de binnenlandse economische bedrijvigheid en de inflatie. Theoretisch beschouwd, daalt (stijgt) de inflatie daarbij als de economische bedrijvigheid ten opzichte van haar potentieel niveau daalt (stijgt). Monetairbeleidsmakers tonen veel belangstelling voor dat verband omdat hun maatregelen eerst doorwerken in de reële economie; veranderingen in deze laatste beïnvloeden vervolgens het prijsverloop.

Om empirisch na te gaan hoe goed de Phillipscurve de desinflatie in het eurogebied (ex post) kan verklaren, worden inflatieprojecties verkregen op basis van de Phillipscurve – die starten in 2012 en veronderstellen dat de toekomst na 2012 niet bekend is – vergeleken met de gerealiseerde inflatie. Daartoe wordt een moderne versie van de Phillipscurve geraamd waarbij de onderliggende inflatie, behalve door de economische bedrijvigheid, ook gedreven wordt door andere relevante factoren⁽¹⁾. De Phillipscurve wordt als volgt gespecificeerd:

$$\pi_t = \underbrace{\mu + \rho\pi_{t-1} + \theta\pi_t^e}_{\text{intercept}} + \underbrace{\beta x_{t-1} + \gamma\pi_{t-2}^{\text{imp}}}_{\text{helling}} + \varepsilon_t$$

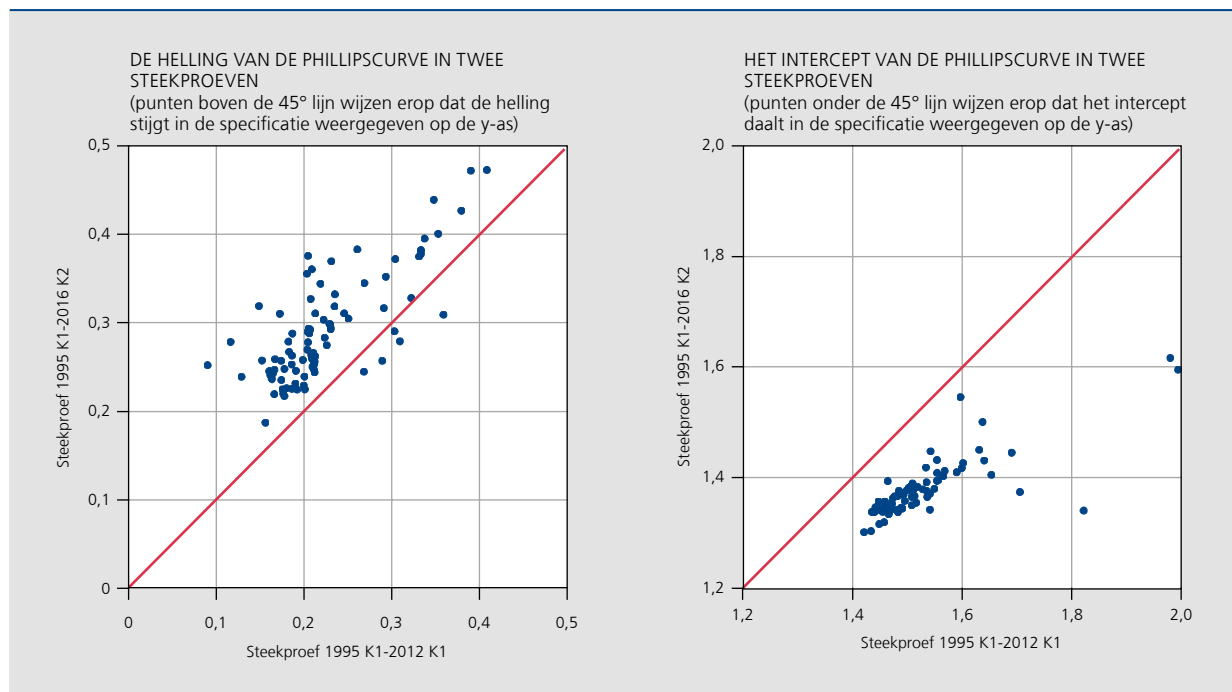
waarbij de onderliggende inflatie (π_t) een functie is van de onderliggende inflatie in het verleden (π_{t-1}), een

maatstaf van de inflatieverwachtingen (π_t^e), een maatstaf van de economische conjunctuur (x_{t-1}) en de ingevoerde inflatie (π_{t-2}^{imp}). Aangezien er onzekerheid bestaat over de correcte maatstaf voor inflatieverwachtingen en over de conjunctuurpositie worden daartoe verschillende variabelen gebruikt. Zo kunnen die verwachtingen worden gemeten aan de hand van de inflatieverwachtingen van consumenten of economen, en de conjunctuurpositie aan de hand van de reële bbp-groei, de outputkloof, de werkloosheidskloof of de werkloosheidsgraad.

De empirische oefening wijst voor de meeste combinaties van variabelen op een statistisch significante link tussen de inflatie en de economische bedrijvigheid. Bepaalde combinaties van variabelen resulteren bovendien in inflatieprojecties die overeenstemmen met de gerealiseerde onderliggende inflatie. Deze bevindingen weerleggen dus dat er een ontkoppeling zou hebben plaatsgevonden tussen de inflatie en de reële bedrijvigheid. De empirische oefening wijst er echter wel op dat de inflatiedynamiek, en in het bijzonder de relatie ervan met de economische bedrijvigheid, enigszins gewijzigd is. Zo is de vork van de inflatieprojecties tamelijk breed, wat

(1) Voor een bespreking van de belangrijkste determinanten van de inflatie, zie bijvoorbeeld Stevens (2013).

GRAFIEK 4 WIJZIGING IN DE PARAMETERS VAN DE PHILLIPSCURVE SINDS 2012



Bron: LIFT (Ciccarelli en Osbat (2017), grafiek 21, blz. 29).

wijst op veel modelonzekerheid. Bovendien bevindt de gerealiseerde inflatie zich aan de onderkant van de vork van de inflatieprojecties.

De overschatting van de inflatie in het eurogebied kan mogelijk wijzen op een onderschatting van de economische zwakte of op een sterkere gevoeligheid van de inflatie voor de binnenlandse conjunctuurpositie. Wat de eerste verklaring betreft, leverden de modellen met de meest negatieve schattingen van de outputkloof inderdaad de beste inflatieprojecties op. De tweede verklaring impliceert dat voor eenzelfde negatieve outputkloof de inflatie nu sterker daalt dan vroeger. Aangezien de hierboven vermelde inflatieprojecties gebaseerd zijn op Phillipscurves met constante parameters, valt niet uit te sluiten dat ze de inflatie hebben overschat.

Voor het eurogebied is inderdaad bewijs geleverd van een zekere tijdsvariatie in de parameters van de Phillipscurve. Daartoe wordt een langetermijnvariant van de hierboven beschreven Phillipscurve over twee periodes geraamd: de eerste loopt van 1995 tot 2012 en de tweede van 1995 tot 2016. Uit de analyse blijkt dat de afgelopen vier jaar de helling (β) toegenomen is (zie Grafiek 4), wat aantoont dat de inflatie recentelijk effectief gevoeliger is geworden voor de binnenlandse conjunctuursituatie. Die toegenomen gevoeligheid kan wijzen op structurele wijzigingen in de economie. Zo kunnen structurele hervormingen in bepaalde lidstaten van het eurogebied de economie flexibeler hebben gemaakt en derhalve ook de reactie van de inflatie op de binnenlandse conjunctuur. Voorts kunnen er ook niet-lineariteiten spelen die zorgen voor een steilere helling van de Phillipscurve tijdens sterke expansies en diepe recessies. De gevoeligheid van de inflatie voor de binnenlandse conjunctuur kan met andere woorden verschillen naargelang de economie zich elders in de conjunctuurcyclus bevindt.

Ook is het intercept van de Phillipscurve recentelijk blijkbaar gedaald als gevolg van een lagere μ , zwakkere inflatieverwachtingen (π^e) en een groter gewicht van de inflatieverwachtingen (θ). De stijging van θ viel echter te gering uit om de daling van de inflatieverwachtingen te neutraliseren.

De sinds 2012 lage inflatie wordt dus niet enkel verklaard door herhaalde negatieve cyclische schokken die de economische bedrijvigheid en, bijgevolg, de inflatie drukken (een 'bad luck' verklaring), maar ook door de toenemende impact van de economische bedrijvigheid op de inflatie (steilere helling) en door een eventuele ontankering van de inflatieverwachtingen (lager intercept). Op dit laatste verschijnsel wordt in het volgende hoofdstuk nader ingegaan aangezien het een bron van persistent lage inflatie kan zijn.

3. Wat zijn de gevolgen van de lage inflatie?

3.1 Ontankering van de inflatieverwachtingen: definitie, risico's en empirische relevantie

Een te lange periode van inflatierealiserings die ver onder de doelstelling van de centrale bank liggen, kan ertoe leiden dat de inflatieverwachtingen neerwaarts worden herzien. In dat geval hebben we het over een risico op 'ontankering' van de inflatieverwachtingen: deze laatste dreigen zich dan los te koppelen van de beleidsdoelstelling inzake inflatie. In feite wijst een dergelijke ontankering dan ook op een verlies aan geloofwaardigheid van de centrale bank. Wanneer de economische subjecten een sterk vertrouwen hebben in zowel de bereidheid als de mogelijkheden van de centrale bank om op middellange termijn de prijsstabiliteit te vrijwaren, wordt immers verwacht dat tijdelijke schokken voornamelijk het inflatieverloop op korte termijn beïnvloeden, terwijl de inflatieverwachtingen op langere termijn in de buurt blijven van de inflatiedoelstelling. Dit betekent dan ook dat een aanhoudend lage inflatie enkel tot een ontankering van de inflatieverwachtingen kan leiden indien de centrale bank haar status als anker van prijsstabiliteit bedreigd weet. De precieze factoren die tot een dergelijke situatie kunnen leiden, worden verderop in het hoofdstuk besproken. Eerst wordt nader ingegaan op de potentiële gevolgen van een ontankering van de inflatieverwachtingen, alsook op de ernst en de empirische relevantie van dat probleem.

Een steeds minder geloofwaardige inflatiedoelstelling van de centrale bank en de daarmee gepaard gaande ontankering van de inflatieverwachtingen zijn problematisch aangezien ze kunnen leiden tot een inflatiedynamiek die zichzelf in de hand gaat werken. Bij een dalende inflatie en teruglopende inflatieverwachtingen komt dit neer op een situatie waarbij de lage inflatie zichzelf in stand houdt: in het eerste hoofdstuk wordt uitgelegd waarom dat niet wenselijk is. Er zijn twee mechanismen aan het werk. Om te beginnen, beïnvloeden de lagere verwachtingen de prijs- en loonvorming; ze hebben derhalve ook een effect op de werkelijke inflatie. Bovendien stijgt de reële rente wanneer de daling van de inflatieverwachtingen onvoldoende wordt tegengegaan door een versoepeling van het monetair beleid. Die hogere reële rente zet een rem op de economische bedrijvigheid en dus ook op de inflatie zelf. De lage inflatie is op dat ogenblik niet langer een louter symptoom van de economische malaise – wat op zich al verontrustend is –, ze wordt tevens een factor die het herstel gaat belemmeren; ze wordt dus deels ook oorzaak van de lage inflatie.

Uit het recente verloop van de maatstaven van de inflatieverwachtingen op langere termijn, blijkt dat de inflatie-doelstelling van de ECB van onder, maar dicht bij, 2 % op middellange termijn onderschreden wordt (zie inleidende Grafiek 1). Dit doet vermoeden dat de aanhoudend lage inflatie van de afgelopen jaren het risico op een ontankering heeft vergroot. Zijn deze ontwikkelingen echter voldoende significant om te kunnen spreken van een reële dreiging van ontankering?

Het verloop van de afgebeelde inflatievooruitzichten in Grafiek 1 verschilt bijvoorbeeld afhankelijk van de gebruikte informatiebron. Zogeheten maatstaven van inflatiecompensatie die zijn afgeleid uit financiële instrumenten voor het afdekken van inflatierisico's laten meer specifiek een grotere daling en volatiliteit optekenen dan de inflatievooruitzichten die vervat zijn in de inflatie-enquêtes. Die uiteenlopende ontwikkelingen vinden hun oorsprong in de specifieke informatie-inhoud van de beide types van maatstaven. Inflatie-enquêtes bieden normaliter een *zuivere* maatstaf van de verwachte inflatie. Inflatiecompensatiemaatstaven, daarentegen, geven het extra rendement weer dat de beleggers nastreven om hun portefeuille in te dekken tegen waardeverliezen die het toekomstige inflatieverloop met zich brengt. Die

gewenste compensatie houdt rekening met alle mogelijke toekomstscenario's en hangt derhalve niet alleen af van de gemiddelde inflatieverwachting, maar ook van de risico's rond dat gemiddelde. De relatieve waardering van die risico's wordt aangeduid door de zogenoemde 'inflatierisicopremie'. Bij een positieve (negatieve) premie worden de gevolgen (in termen van welvaart) van een onverwacht hoge (lage) inflatie belangrijker geacht dan die van een onverwacht lage (hoge) inflatie, wat de gevraagde inflatiecompensatie boven (onder) de gemiddelde inflatieverwachtingen duwt.

De recente daling van de maatstaven van inflatiecompensatie overschat dan wellicht ook de feitelijke teruggang van de inflatieverwachtingen: de sterkere daling weerspiegelt een vermindering van de inflatierisicopremie tot onder nul⁽¹⁾. Dat is niet per se een voor de monetairbeleidsmakers onschuldige bevinding. Een negatieve inflatierisicopremie betekent immers dat de bezorgdheid

(1) Er zij opgemerkt dat de inflatierisicopremie niet alleen ten grondslag ligt aan het geobserveerde verschil tussen inflatiecompensatiemaatstaven, enerzijds, en uit enquêtegegevens afgeleide inflatieverwachtingen, anderzijds. Het verschil wordt ook verklaard door de aanwezigheid van liquiditeitspremies in de marktprijzen en meetfouten in de enquêtegegevens. Recente ramingen, bijvoorbeeld van Camba-Mendez en Werner (2017), wijzen er echter op dat deze additionele componenten de afgelopen jaren van weinig belang zijn gebleken. Uit empirisch onderzoek blijkt dan ook dat, sinds het uitbreken van de financiële economische crisis in 2008, de inflatierisicopremie gestaag is gedaald tot onder het nulpunt.

Kader – Determinanten van de inflatierisicopremie

De inflatierisicopremie in maatstaven van inflatiecompensatie is het extra rendement dat beleggers vragen om hun beleggingen in nominaal waardepapier (bijvoorbeeld obligaties) in te dekken tegen onverwachte inflatieontwikkelingen. De toekomstige inflatie kan onverwacht hoger, maar onverwacht ook lager uitvallen dan de gemiddelde marktvoorspelling. Of de inflatierisicopremie positief of negatief is, hangt af van hoe de investeerders die op- en neerwaartse inflatierisico's evalueren. Primeert de bezorgdheid over een onverwacht hoge toekomstige inflatie, dan zal de inflatierisicopremie boven nul noteren. Die premie kleurt daarentegen rood wanneer de bezorgdheid over een mogelijk lager dan verwachte inflatie de bovenhand heeft.

Wat drijft die risicowaardering? Eenvoudig geformuleerd, hangt die risicowaardering af van de conjuncturele positie. Om het even welk risico (positief of negatief) krijgt meer aandacht als het zich voordoet in economisch moeilijke tijden. Een positief risico dat een extra bron van inkomsten genereert, is, hoewel het steeds mooi meegenomen is, vooral welkom wanneer de werkgelegenheid en het inkomen onder druk staan. Omgekeerd zullen negatieve risico's die het inkomen aantasten, onder de loep worden genomen wanneer ze zich voornamelijk manifesteren tijdens recessies.

Met andere woorden, het type risico dat primeert in economisch moeilijke tijden krijgt de meeste aandacht. In de huidige context van dalende en zelfs negatieve inflatierisicopremies (zie bijvoorbeeld Camba-Mendez en Werner (2017) voor recent empirisch bewijsmateriaal) – waarin de gevolgen van een onverwacht lage inflatie als steeds belangrijker worden beschouwd – betekent dit dat investeerders het steeds waarschijnlijker achten dat periodes van aanhoudend lage inflatie gepaard gaan met trage groei. Dit wijst op zijn beurt op een slinkend vertrouwen in de stabilisatiefunctie van de centrale bank.

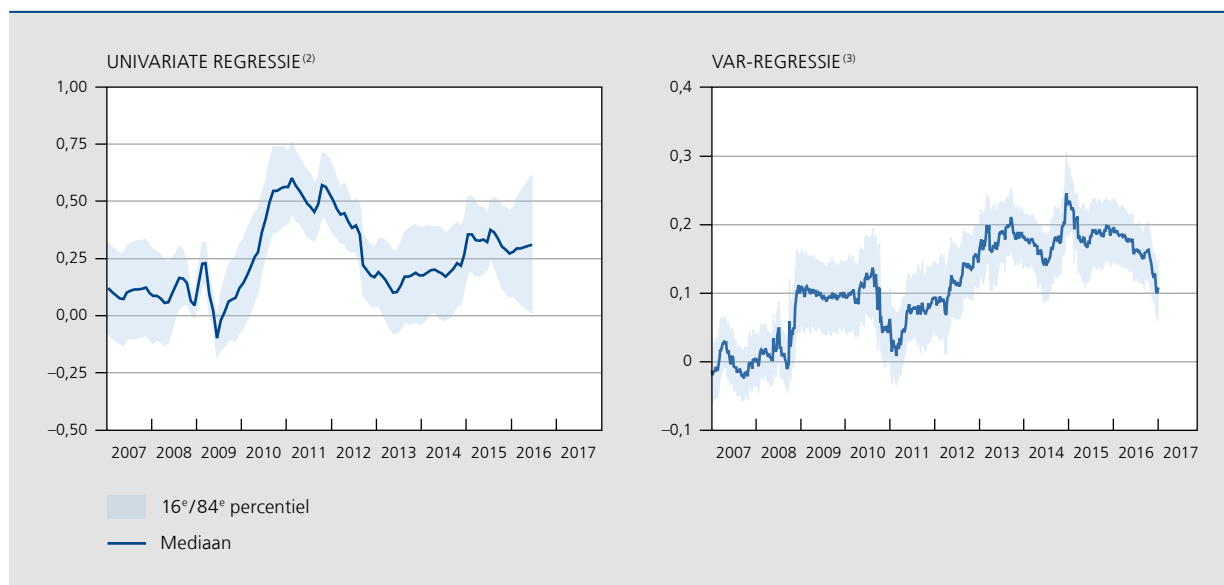
over een toekomstig lager-dan-verwachte inflatie groter is dan die over een toekomstig hoger-dan-verwachte inflatie. Hoewel die bezorgdheid geen effect sorteert op de gemiddelde marktverwachting inzake de toekomstige inflatie, is ze eveneens een teken aan de wand dat de inflatieverwachtingen dreigen te ontankeren (zie Kader 1).

Econometrisch analysewerk zorgt voor diepgaander onderzoek naar het risico op een ontankering van de inflatieverwachtingen. Een gangbare methode om de graad van verankering te meten, bestaat in het ramen van de reactie van de inflatieverwachtingen op lange termijn op de ontwikkelingen op korte termijn. Wanneer de inflatieverwachtingen stevig verankerd zijn, mag immers worden verwacht dat ze niet reageren op de inflatoire druk van zowel de huidige macro-economische ontwikkelingen als de voor de nabije toekomst verwachte gebeurtenissen.

Grafiek 5 toont de resultaten van twee econometrische modellen die het tijdsverloop van de reactie van lange-termijn inflatieverwachtingen op veranderingen in korte-termijn inflatieverwachtingen ramen. Gedurende verscheidene periodes sinds het uitbreken

van de financieel-economische crisis in 2008 is die reactiecoëfficiënt significant positief. Dit wijst erop dat de inflatieverwachtingen reëel dreigen te ontankeren. Zo waren er duidelijke tekenen van ontankering aan het begin van de financiële crisis – na de val van Lehman Brothers in oktober 2008 – en in de nasleep van de overheidsschuldencrisis. Voor de eerste twee jaar van de in 2012 begonnen periode van lage inflatie bieden de verschillende modellen geen eenduidige conclusie. Terwijl uit de ene raming blijkt dat de ontankingsrisico's wegebden na president Draghi's belofte in augustus 2012 om de schuldencrisis te bedwingen en de onomkeerbaarheid van de euro te vrijwaren, blijkt uit de andere dat die risico's verder gestaag zijn gestegen. Het is wel duidelijk dat met het kelderen van de olieprijsen in de tweede helft van 2014, het risico op een ontankering van de inflatieverwachtingen opnieuw toenam. Positief is dat de aankondiging van het uitgebreid aankoopprogramma door de ECB in januari 2015 dat risico heeft weten af te toppen. Recente ontwikkelingen duiden zelfs op een significante daling van het ontankingsrisico of althans een toenemende onzekerheid over dat risico. In hoofdstuk 4 worden de – succesvol gebleken – beleidsopties besproken om ontankingsrisico's te bezweren.

GRAFIEK 5 REACTIE VAN LANGE-TERMIJN (5j5)⁽¹⁾ OP KORTE-TERMIJN INFLATIEVERWACHTINGEN (1j1j)⁽¹⁾
(in procentpunt, mediaan en 68% waarschijnlijkheidsinterval van de posterior verdeling)



Bronnen: LIFT (Ciccarelli en Osbat (2017), grafieken 28 en 29, blz. 35) en eigen berekeningen (update van de VAR-regressie).

- (1) Inflatieverwachtingen afgeleid uit inflatieswapcontracten: 'x'j'y'j' verwijst naar de inflatieswap die het inflatierisico dekt voor de 'x' jaars periode die 'y' jaar na het sluiten van de overeenkomst start.
- (2) Tijdsvariërende ramingen van de reactiecoëfficiënt van wijzigingen in de lange-termijn inflatieverwachtingen over de afgelopen zes maanden op veranderingen in de korte-termijn inflatieverwachtingen over de afgelopen zes maanden. De tijdsvariatie werd geraamd aan de hand van Bayesiaanse technieken en ze houdt rekening met stochastische volatiliteit.
- (3) Tijdsvariërende ramingen van de onmiddellijke reactie van lange-termijn inflatieverwachtingen op schokken die de korte-termijn inflatieverwachtingen met 1 procentpunt doen stijgen; afgeleid uit een VAR-model dat de dynamische wisselwerkingen tussen wekelijkse maatstaven van korte- en langere-termijn inflatieverwachtingen modelleert en waarbij de structurele identificatie van schokken op basis van een Cholesky decompositie veronderstelt dat schokken in de korte-termijn verwachtingen wél de lange termijn onmiddellijk kunnen beïnvloeden, maar niet omgekeerd. De tijdsvariatie werd geraamd op basis van een voortglidende steekproef. De afgebeelde ramingen worden gedateerd aan het einde van elke steekproef.

3.2 Types van ontankering

Uit bovenstaande bevindingen, blijkt dat er de afgelopen jaren een reëel risico heeft bestaan op een ontankering van de inflatieverwachtingen. Er zijn echter verscheidene soorten van ontankering. De ernst van het probleem – in termen van het ontwrichtende karakter voor de prijsstabiliteit – hangt af van de onderliggende wijziging in de inflatiedynamiek die de ontankering veroorzaakt. Afhankelijk van die oorzaak belicht een ontankeringsproces immers een ander aspect van de geloofwaardigheid van het monetair beleid inzake prijsstabiliteit. Hieronder, en ter verduidelijking, worden die geloofwaardigheidskwesaties besproken in termen van het mandaat van de ECB inzake prijsstabiliteit.

Enerzijds kan een ontankering van de inflatieverwachtingen op een steeds persistenter inflatieproces wijzen. In een dergelijke situatie wordt verwacht dat tijdelijke negatieve vraagschokken een langduriger desinflatoire druk zullen uitoefenen. Op lange termijn (met andere woorden na de uitwerking van de schokken), keert de inflatie echter wél terug naar het nominale anker van onder, maar dicht bij 2 %. Dat neemt evenwel zoveel tijd in beslag dat ook de inflatieverwachtingen op langere termijn worden herzien. Aangezien prijsstabiliteit de primaire doelstelling van de ECB is, wijst een toenemende persistentie erop dat de beleidsinstrumenten om die doelstelling te vrijwaren, minder doeltreffend worden. Het gevaar bestaat dat, indien niet of te laat wordt ingegrepen, die ontwikkelingen neerkomen op een impliciete herdefiniëring van de middel- en langetermijndoelstelling van prijsstabiliteit.

Anderzijds kan een ontankering het gevolg zijn van wijzigingen in het door het publiek gepercipieerde langetermijngemiddelde van de inflatie. Dat langetermijngemiddelde is het verwachte inflatiepeil bij een economie in evenwicht, of nog, het peil waar de inflatie naar verwachting naar zal convergeren zodra alle schokken zijn uitgewerkt. Een daling van het langetermijngemiddelde betekent dan ook dat het engagement tot prijsstabiliteit (het zogenoemde 'commitment') ter discussie wordt gesteld. Meer specifiek wordt in deze situatie niet getwijfeld aan de effectiviteit van de centrale bank om de inflatie naar haar doelstelling te loodsen, maar wel aan haar wil daartoe. De economische subjecten gaan dan ook 'onder, maar dicht bij 2 %' anders interpreteren, in concrete termen bijvoorbeeld van 1,9 % naar 1,8 %.

Een daling van de inflatieverwachtingen op langere termijn kan uiteraard ook een combinatie van beide types van ontankering weerspiegelen: een tragere terugkeer van de huidige lage inflatie naar een neerwaarts herziene gepercipieerde inflatiedoelstelling.

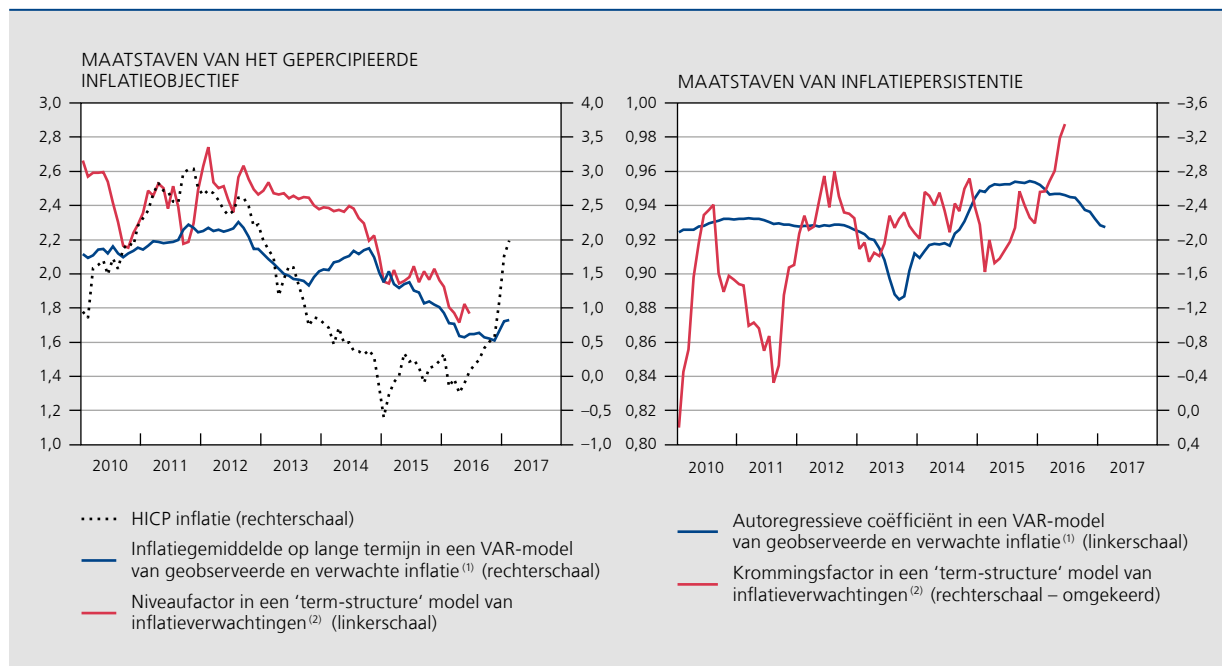
Een ontankering van de inflatieverwachtingen is duidelijk minder zorgwekkend wanneer ze een verlies aan doeltreffendheid van de beleidsinstrumenten weergeeft dan wanneer ze het gevolg is van een gedaalde geloofwaardigheid in de inflatiedoelstelling van de centrale bank. In een omgeving van aanhoudend lage inflatie en rentevoeten die tegen hun effectieve ondergrens noteren, leidt een daling van de gepercipieerde inflatiedoelstelling immers tot een structurele stijging van de reële rente. Dat kan leiden tot een seculiere stagnatie met een permanente onderbenutting van het productiepotentieel en een deflatoire prijs-spiraal tot gevolg. Een dalende beleidsefficiëntie, daarentegen, impliceert enkel een trager herstel van de economie in de richting van het evenwichtsniveau van vóór de crisis, dat gekenmerkt wordt door een duurzame positieve groei en een inflatie dicht bij de doelstelling van de centrale bank. Een dergelijk scenario is ook problematisch omdat een ontwrichting van de stabilisatiefunctie van de centrale bank de macro-economische volatiliteit vergroot. Toch is het minder zorgwekkend dan dat van permanent dalende inflatieverwachtingen omdat dit laatste het risico inhoudt dat de reële rente langdurig boven de evenwichtsrente zou noteren, met een seculiere stagnatie tot gevolg.

Inzicht in het relatieve belang van de beide bronnen van ontankeringsrisico's kan worden verworven op basis van ramingen van inflatiemodellen waarin met name rekening wordt gehouden met gegevens over de inflatieverwachtingen. Maatstaven van de inflatieverwachtingen – meer bepaald de helling van hun zogeheten termijnstructuur – bevatten belangrijke informatie over het gemiddelde en de persistentie van het inflatieproces. Wijzigingen in het langetermijngemiddelde beïnvloeden de huidige en verwachte inflatie immers in dezelfde mate en hebben derhalve geen impact op de helling van de termijnstructuur van de inflatieverwachtingen. Veranderingen in de inflatiepersistentie, daarentegen, sorteren meer effect op de huidige en op de op korte termijn verwachte inflatie dan op de inflatieverwachtingen op langere termijn en beïnvloeden daardoor wél de helling van de termijnstructuur van de verwachtingen. Daarmee rekening houdend, kunnen gezamenlijke analyses van de vastgestelde en verwachte inflatie, of ook van de inflatieverwachtingen over verschillende looptijden, nuttig zijn om het tijdsverloop te ramen van zowel het langetermijngemiddelde als de persistentie van het inflatieproces.

Grafiek 6 geeft een samenvatting van de resultaten van twee dergelijke soorten van analyses. In het eerste model (gebaseerd op Gimeno en Ortega, 2016) wordt de termijnstructuur geanalyseerd van de marktgebaseerde inflatieverwachtingen. Meer specifiek worden in dit model de drie factoren geraamd die samen de termijnstructuur beschrijven. De eerste is de niveaufactor, die het

GRAFIEK 6 WIJZIGINGEN IN DE INFLATIEDYNAMIEK⁽¹⁾

(tijdsvariërende ramingen, in %)



Bronnen: LIFT (Ciccarelli en Osbat (2017), grafieken 6-9, blz. 16-17), eigen herwerkingen en eigen berekeningen (update van de uit het VAR-model afgeleide inflatiegemiddelde op lange termijn en autoregressieve coëfficiënt).

(1) Het VAR-model veronderstelt dat de inflatieverwachtingen worden gevormd op een modelconsistente wijze. De tijdsvariatie werd geraamd op basis van een voortliggende steekproef. De afgebeelde ramingen worden gedateerd bij het einde van elke steekproef.

(2) Gebaseerd op Gimeno en Ortega (2016).

langetermijngemiddelde van de inflatieverwachtingen weergeeft en dus een maatstaf is voor de gepercipieerde inflatiedoelstelling. De tweede factor, de helling van de termijnstructuur, weerspiegelt het verschil tussen dat langetermijnniveau en de inflatieverwachtingen op korte termijn. De kromming van de curve is de derde factor en bepaalt het tempo waarin de inflatie naar haar langetermijngemiddelde terugkeert indien het economisch evenwicht door schokken zou worden verstoord: negatievere (positievere) waarden wijzen op een trager (sneller) tempo en, derhalve, op een grotere (geringere) inflatiepersistentie. Het tweede model betreft een tijdreeksenmodel van geobserveerde en verwachte inflatie. De autoregressieve structuur van het model bepaalt de persistentie van het inflatieproces, terwijl het inflatieniveau waarbij het model in evenwicht is, een aanwijzing geeft over de gepercipieerde inflatiedoelstelling.

Ramingen van beide modellen tonen dat de geobserveerde risico's van ontankende inflatieverwachtingen tijdens de afgelopen jaren het gevolg waren van een slinkend vertrouwen zowel in de effectiviteit van het monetair beleid als in de inflatiedoelstelling. Zo vertonen de maatstaven van de gepercipieerde inflatiedoelstelling sinds 2012 een

duidelijke neerwaartse trend, terwijl de maatstaven van de inflatiepersistentie in stijgende lijn gaan. Dat heeft er de centrale bank dan ook toe aangezet een waaier van maatregelen te nemen om de prijsstabiliteit te vrijwaren (zie ook hoofdstuk 4). Bemoedigend is wel dat uit de recentere ramingen toch een zekere kentering blijkt aangezien de persistentie geringer, en de inflatietendens hoger wordt geschat.

3.3 Kanalen van ontankering

Dit hoofdstuk wordt afgesloten met een korte beschrijving van de factoren die de geloofwaardigheid van de centrale bank kunnen schaden, hetzij wat haar doeltreffendheid betreft, hetzij inzake haar engagement om de inflatie naar haar doelstelling te loodsen. Inzicht in die factoren maakt duidelijk in welke situaties een aanhoudend lage inflatie aanleiding kan geven tot een ontankering van de inflatieverwachtingen. Zoals reeds vermeld, hebben tijdelijke schokken – ook al komen ze frequent voor – immers weinig impact op de inflatieverwachtingen op langere termijn op voorwaarde dat de centrale bank erin slaagt geloofwaardig te blijven.

Een dalende doeltreffendheid van het monetair beleid in het vrijwaren van prijsstabiliteit, kan het gevolg zijn van toegenomen nominale rigiditeiten op de arbeids- en productmarkten. Dergelijke rigiditeiten maken de economie minder veerkrachtig aangezien ze verhinderen dat evenwichtsversturende conjuncturele factoren geaccommodeerd worden door passende loon- en prijswijzigingen. Die dynamiek vergroot de cycliciteit van de economie, inclusief die van de inflatie.

Een andere mogelijke verklaring is dat verstoringen van de monetairbeleidstransmissie en, bijgevolg, van de stabilisatiefunctie van de centrale bank de doeltreffendheid van het monetair beleid ondermijnen. Een voorbeeld daarvan is de situatie waarin de beleidsrentes op hun ondergrens stoten, maar evengoed die waarin een financiële fragmentatie de vlotte transmissie van beleids- naar markrentes in de weg staat. In dergelijke omstandigheden zullen de economische subjecten inzien dat het monetair beleid negatieve inflatieschokken moeilijker kan accommoderen en dat de inflatie dus geruimere tijd laag zal blijven. Bovendien doen zich een aantal versterkende effecten voor die de economische bedrijvigheid en de inflatie verder blijven drukken. Zo leiden dalende inflatieverwachtingen bij een niet-afdoende beleidsreactie tot een stijging van de ex ante reële rente en dus tot een feitelijke verkapping van het monetair beleid. Die reële rentestijging werkt bovendien een reële appreciatie van de wisselkoers in de hand, wat zorgt voor een verminderd concurrentievermogen. Tot slot resulteert de dalende inflatie – bij een ongewijzigde nominale rente – in een verzwaring van de schuldenlast in reële termen, althans vergeleken met een scenario waarin de inflatie op peil blijft. Als prijzen, en derhalve lonen en winsten, dalen, blijven er immers minder middelen over om de rente en de aflossing te betalen. Dat vertraagt niet alleen de afbouw van bestaande schulden, het zet ook een rem op de nieuwe kredietverlening. Beide effecten vertragen de economische opleving.

Belangrijk is dat een verzwakte beleidsdoeltreffendheid – als een soort van tweederonde-effect – ook het vertrouwen in het engagement van de centrale bank tot prijsstabiliteit kan schaden. Komt de stabilisatiefunctie van het monetair beleid in gevaar, dan kunnen inflatievoorspellingen op basis van het verleden immers een accuratere kijk op de toekomst bieden dan het gecommuniceerde inflatieanker van de centrale bank. Is dat het geval, dan wordt het voor de economische subjecten rationeel om naar de feitelijke inflatie, veeleer dan naar de officiële inflatiedoelstelling, te kijken om hun inflatieverwachtingen te formuleren (een proces dat in de literatuur beter bekend staat als 'adaptieve verwachtingen'). Een aanhoudende periode van te lage inflatierealiserings die ver onder de doelstelling liggen, zal er in een dergelijke situatie

dan ook toe leiden dat de gepercipieerde inflatiedoelstelling neerwaarts wordt herzien, waardoor de lage inflatie wordt bestendigd.

4. Op welke manier kan het economisch beleid de lage inflatie bestrijden?

Na te zijn ingegaan op de oorzaken en gevolgen van de lage inflatie, rest de vraag wat het beleid kan doen om de te lage inflatie en de stijgende risico's op een ontankering van de inflatieverwachtingen tegen te gaan. Die vraag is des te belangrijker tegen de achtergrond van rentevoeten die hun effectieve ondergrens naderen en van de beperkte begrotingsruimte die in heel wat landen van het eurogebied een accommoderende begrotingskoers bemoeilijkt. Hieronder wordt eerst nagegaan of niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen – en meer specifiek programma's van zogeheten kwantitatieve versoepeling – soelaas kunnen bieden. Vervolgens wordt gefocust op de rol die andere beleidsdomeinen kunnen spelen, zoals het begrotingsbeleid en structurele hervormingen.

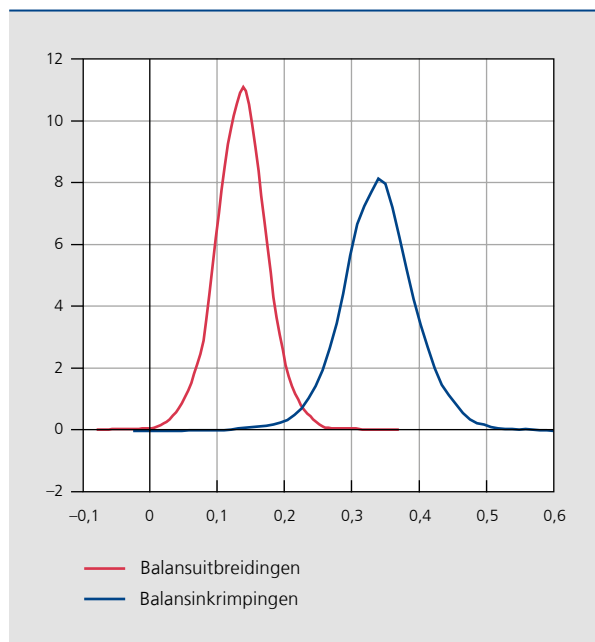
4.1 Niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen

De aanhoudend lage inflatie en de daarmee gepaard gaande zwakke economische groei deden de ECB in januari 2015 besluiten een niet-conventioneel 'uitgebreid programma voor de aankoop van activa' op te starten. De beleidsrentes naderden immers hun ondergrens, waardoor de marge van het traditioneel monetair beleid om de economie te ondersteunen, werd beperkt. Via dat programma koopt de ECB maandelijks waardepapier op zowel van overheden als van de private sector van het eurogebied. Van maart 2015 tot maart 2016 bedroegen die maandelijkse aankopen € 60 miljard. In april 2016 werd dat bedrag opgetrokken tot € 80 miljard. Inmiddels werd besloten de aankopen vanaf april 2017 opnieuw af te toppen op € 60 miljard en dat vol te houden tot eind december 2017, en in ieder geval tot wanneer het verloop van de inflatie en van de inflatieverwachtingen in overeenstemming is met de doelstelling van prijsstabiliteit (zie ook de jaarverslagen 2015 en 2016 van de NBB).

Dergelijke activa-aankopen worden 'kwantitatieve versoepeling' genoemd omdat ze de beschikbare geldhoeveelheid verruimen. In de literatuur worden diverse kanalen beschreven waarlangs dergelijke maatregelen, naar verwachting, de economische bedrijvigheid en de inflatie zullen schragen. Voor een recente intuïtieve beschrijving van

GRAFIEK 7 REACTIE VAN DE LANGE-TERMIJN OP DE KORTE-TERMIJN INFLATIEVERWACHTINGEN BIJ EEN STIJGING/DALING VAN DE CENTRALEBANKBALANS

(geraamde distributie van de regressiecoëfficiënt van 5j5j op 1j1j inflatieswaps⁽¹⁾)



Bronnen: LIFT (Ciccarelli en Osbat (2017), grafiek 41, blz. 50).

(1) 'x'y' verwijst naar de inflatieswap die het inflatierisico dekt voor de 'x'jaars periode die 'y' jaar na het sluiten van de overeenkomst start.

die kanalen wordt verwezen naar onder meer Cordemans et al. (2016). Eenvoudig gesteld, komt het erop neer dat terwijl het conventioneel monetair beleid de financieringskosten van de investeringen stuurt via aanpassingen van de korte rentes, een kwantitatieve versoepeling de financieringskosten tracht te drukken door rechtstreeks de lange rentes omlaag te duwen. Hieronder wordt nagegaan of de theorie ook aansluit bij de praktijk, en meer bepaald of het aankoopprogramma doeltreffend is gebleken in het verhogen van de inflatie.

Volgens de in hoofdstuk 2 beschreven econometrische VAR-analyse is dat alvast het geval. Uit de historische decompositie van de inflatiedynamiek in Grafiek 3 blijkt immers dat, sinds de aankondiging van het aankoopprogramma in 2015, niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen bijgedragen hebben tot een versnelling van de inflatie. Het empirisch onderzoek in het LIFT-rapport maakt gewag van twee specifieke kanalen die de positieve impact van het aankoopprogramma op de inflatie kunnen verklaren.

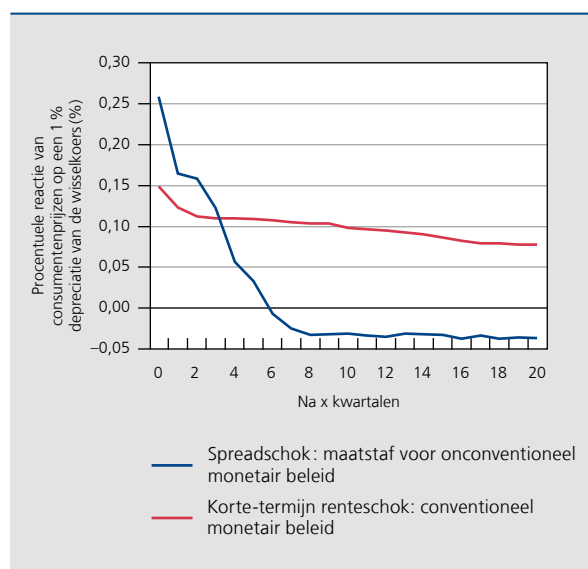
Om te beginnen, blijken beleidsgedreven verruimingen van de centralebankbalans positief bij te dragen

tot een herankering van de inflatieverwachtingen op langere termijn. Dat wordt aangetoond in Grafiek 7. Daarbij werd de eerder beschreven reactiecoëfficiënt van de lange-termijn op de korte-termijn inflatieverwachtingen geraamd onder de voorwaarde dat de centralebankbalans steeg of daalde. Tijdens de steekproef van 2009-2016 gingen inkrimpingen van de centralebankbalans duidelijk gepaard met een positieve reactiecoëfficiënt, wat wees op een stijgend risico van ontankerende inflatieverwachtingen in die periodes. De reactiecoëfficiënt, en dus ook de dreiging van ontankering, daalde echter opmerkelijk in periodes van balansuitbreidingen.

Daarnaast hebben niet-conventionele beleidsmaatregelen, hoewel minder persistent dan conventionele maatregelen, een gunstig wisselkoerseffect (zie grafiek 8). De activa-aankopen van de centrale bank drukken de langetermijnrendementen, wat een depreciatie van de wisselkoers teweegbrengt en, bijgevolg, de consumptieprijs doet stijgen, onder meer via de invoerprijsinflatie⁽¹⁾.

(1) De raming van de doorwerking van wisselkoerswijzigingen in de consumptieprijs (in de economische literatuur beter bekend als de 'exchange rate pass-through' of 'ERPT') is gebaseerd op het in hoofdstuk 2 beschreven VAR-model. Het voordeel van een VAR-model voor de analyse van de ERPT is dat dit model de mogelijkheid biedt om de raming uit te voeren afhankelijk van de schok waardoor de economie wordt getroffen. Bij die benadering – die ingang vond met Shambaugh (2008) – wordt rekening gehouden met het inzicht dat de omvang en het teken van de ERPT kunnen verschillen naargelang de verstoringen in de economie. In Grafiek 8 wordt meer specifiek de doorwerking van een wisselkoersdepreciatie in de consumptieprijs geraamd aan de hand van de ratio van de dynamische effecten die de bewuste schok sorteert op, enerzijds, de wisselkoers en, anderzijds, de consumptieprijs.

GRAFIEK 8 DOORWERKING VAN DE WISSELKOERS IN DE PRIJZEN NA MONETAIRBELEIDSSCHOKKEN



Bronnen: LIFT (Ciccarelli en Osbat (2017), grafiek 42, blz. 52) en eigen herwerkingen.

4.2 Positieve synergieën met andere beleidsdomeinen

De analyse hierboven bewijst dat niet-conventionele beleidsmaatregelen wel degelijk werken en dus kunnen worden ingezet als een actief beleidsinstrument op het ogenblik dat een verdere sturing van het beleid via conventionele maatregelen onmogelijk wordt. De doeltreffendheid van het monetair beleid kan in een dergelijke situatie weliswaar ook baat hebben bij positieve synergieën met maatregelen in andere beleidsdomeinen.

Dat blijkt duidelijk uit modelsimulaties van Arce et al. (2016) (uitgevoerd in het kader van de LIFT Taskforce). Op basis van een voorstelling van het eurogebied met twee landen (representatief voor de overschot- en de tekortlanden van het eurogebied zoals, respectievelijk, Duitsland en Spanje) simuleren deze auteurs eerst een scenario waarin de financieel-economische crisis wordt beschreven. Er wordt meer bepaald verondersteld dat een ongunstige financiële schok de kredietvoorwaarden binnen de deficitlanden verstrengt, een algehele vraaguitval in het eurogebied veroorzaakt en op die manier de economische bedrijvigheid dusdanig afremt dat de beleidsrentes op hun effectieve ondergrens stoten. Het conventioneel monetair beleid wordt dan beperkt om via verdere renteverlagingen de economie opnieuw op gang te brengen. In dat scenario worden vervolgens de effecten van een aantal beleidsopties bestudeerd die het begrensde monetair beleid te hulp kunnen schieten.

Structurele hervormingen

Een eerste beleidsoptie ter aanvulling van het monetair beleid betreft structurele hervormingen op de arbeids- en productmarkten. Dergelijke hervormingen beogen zowel het concurrentievermogen te versterken als bestaande inefficiënties in het loon- en prijsvormingsproces weg te werken. Dat zorgt voor gunstige vooruitzichten voor het toekomstig groeipotentieel, maar ook voor een flexibeler economie die er via passende loon- en prijswijzigingen in slaagt bestaande onevenwichten sneller te corrigeren. Het beleidsdebat van de afgelopen jaren stuurde er dan ook vaak op aan om via structurele hervormingen de concurrentiekracht van de deficitlanden – die het zwaarst door de crisis waren getroffen – te verstevigen en zodoende het economisch herstel te bespoedigen.

Op lange termijn hebben dergelijke maatregelen een duidelijk positieve impact. Wanneer de beleidsrentes tegen hun ondergrens noteren, is er op korte termijn echter ook een negatief effect. Structurele hervormingen oefenen immers typisch een neerwaartse prijsdruk uit, bijvoorbeeld door de druk die ontstaat op de winstmarges

van de bedrijven of door het ruimere arbeidsaanbod na arbeidsmarkthervormingen. Indien het monetair beleid die desinflatoire krachten moeilijk kan accommoderen, leidt dat tot een stijging van de reële rente en dus tot een feitelijke verkrapping van de monetairbeleidskoers. Uit modelsimulaties in Arce et al. (2016) blijkt dat dit negatieve effect niet onbelangrijk is. Zodra de beleidsrentes hun bodempeil bereiken, zijn structurele hervormingen in de deficitlanden kennelijk wél expansief voor hun eigen economie, maar vertragen ze het economisch herstel in de kernlanden vanwege, onder meer, de lagere vraag vanuit de deficitlanden en de reële appreciatie in de surpluslanden. Dat heeft verdere desinflatoire druk tot gevolg. Deze laatste kan wel worden beperkt indien de centrale bank op geloofwaardige wijze meedeelt dat ze haar lagerentebeleid geruime tijd zal volhouden: op die manier kan de opwaartse druk van structurele hervormingen op de reële rente beperkt blijven.

Begrotingsbeleid

Als tweede beleidsoptie kan – althans in theorie – aan de vraagzijde van de economie de accommoderende monetairbeleidskoers worden aangevuld met een gepaste koers voor het begrotingsbeleid. Dat maakt het voor het monetair beleid minder zwaar om de vraaguitval te remediëren; het helpt tevens vermijden dat het monetair beleid opnieuw op grenzen zou stoten. In de praktijk komt de haalbaarheid van deze beleidsoptie echter in het gedrang door een aantal moeilijkheden en onzekerheden.

Een eerste belangrijke beperking bij deze beleidsoptie is dat ze steeds moet worden uitgevoerd binnen de grenzen van het Europees governancekader inzake overheidsfinanciën. Doordat de regels in het verleden niet werden nageleefd, ligt de focus hier voor heel wat landen op het herstel van het vertrouwen in de duurzaamheid van de overheidsfinanciën. Zoniet dreigen de – soms erg pijnlijke – consolidatiemaatregelen van de afgelopen jaren een maat voor niets te zijn geweest. De beschikbare begrotingsruimte bevindt zich dan ook vooral bij een beperkt aantal surpluslanden van het eurogebied. Een accommoderende begrotingskoers voor de monetaire unie lijkt met andere woorden enkel haalbaar als hij wordt gedreven vanuit de kern van het eurogebied. Het is echter de vraag of een dergelijke invulling van het begrotingsbeleid binnen het institutioneel kader van de EMU kan worden bereikt en of ze de gewenste effecten sorteert.

De modelsimulaties van Arce et al. (2016), zoals beschreven in het LIFT-rapport, lijken erop te wijzen dat zulks het geval is. Een meer expansieve begrotingskoers in de kernlanden in periodes van neerwaarts begrensde beleidsrentes blijkt immers, ondanks zijn beperkte omvang, effectief

te zijn voor het eurogebied als geheel: vergeleken met normale tijden van onbegrensde beleidsrentes zijn niet alleen de positieve effecten op de economische bedrijvigheid van de surpluslanden groter, maar ondervinden ook de deficitlanden positieve overloopeffecten die voordien onbestaand of veeleer negatief waren. De economische literatuur is echter niet eenduidig wat de omvang van dergelijke overloopeffecten betreft. Terwijl ze significant positief worden bevonden in Arce et al. (2016), vinden Gadatsch et al. (2016) veeleer geringe effecten. Het blijft dan ook onzeker in welke mate een expansieve begrotingskoers in individuele landen van het eurogebied de taak voor het monetair beleid kan verlichten.

Voorts zij opgemerkt dat de na de crisis ontstane onderbenutting van het productiepotentieel reeds in hoge mate (of zelfs volledig) werd weggewerkt in de surpluslanden van het eurogebied. Een expansief begrotingsbeleid binnen deze landen kan dan ook leiden tot een oververhitting van hun economie, wat de wenselijkheid van een dergelijk beleid onmiddellijk ter discussie stelt. Toch kan een intelligente variant ervan – met voldoende aandacht voor de aanbodzijde van de economie en de overheidsinvesteringen – wel degelijk bevorderlijk zijn voor een duurzame ondersteuning van zowel de vraag- als de aanbodzijde van de economie.

Conclusie

De combinatie van een aanhoudend lage inflatie, systematische overschattingen ervan in voorspellingen en dalende inflatieverwachtingen sinds 2012, noopte de ECB ertoe een aantal niet-conventionele maatregelen te nemen, onder meer een aankoopprogramma van activa (het zogeheten 'asset purchase programme' of kortweg APP). Het is echter niet raadzaam om blind in onbekende wateren te varen. Medewerkers van de ECB en van de verschillende nationale centrale banken, waaronder de NBB, hebben zich derhalve in een werkgroep verenigd (de Low Inflation Taskforce, of kortweg LIFT) die heeft onderzocht wat de oorzaken en gevolgen van de lage inflatie in het eurogebied zijn, maar die ook de beleidsopties in kaart heeft gebracht om de risico's van een te lange periode van te lage inflatie te helpen afwenden. In dit artikel worden de belangrijkste bevindingen van die werkgroep samengevat (zie ook Ciccarelli en Osbat, 2017).

Structurele factoren – bijvoorbeeld demografische en technologische ontwikkelingen – verklaren blijkbaar slechts in geringe mate de lage inflatie in het eurogebied in de periode 2012-2016. De verklaring dient veeleer bij cyclische factoren te worden gezocht. Ten grondslag aan het dalend inflatieverloop in de periode 2012-2014 liggen meer bepaald binnenlandse schokken; vervolgens werden buitenlandse schokken belangrijker. Vooral de sterke en langdurige daling van de olieprijs zorgde in 2015 voor een teruggang van de inflatie.

Hoewel de recente inflatiedynamiek dus voornamelijk aanbodgedreven lijkt te zijn, was de invoering van het APP begin 2015 gepast. Empirisch onderzoek heeft immers uitgewezen dat de aanhoudend lage inflatie geleid had tot een reëel risico dat de economische subjecten hun inflatieverwachtingen neerwaarts zouden bijstellen, zodat het gevaar bestond dat die verwachtingen niet langer aan de officiële inflatiedoelstelling verankerd zouden blijven. Die ontankering kan op haar beurt doorwerken in het loon- en prijsvormingsproces en zodoende de onderliggende inflatie verder drukken. Op die manier zou de inflatie zichzelf in de hand werken: de lage inflatie is dan niet langer alleen maar een symptoom van de economische malaise, maar ook deel van de oorzaak van de lage inflatie.

Om een dergelijke zichzelf in de hand werkende spiraal van lage inflatie te doorbreken, moet het monetair beleid op twee fronten werken. Enerzijds dient het de inflatie tijdig naar haar doelstelling te loodsen om te voorkomen dat een proces van ontankering op gang komt. Anderzijds moet het afdoende reageren op signalen van een dreigende ontankering, zodat de veranderende inflatieverwachtingen de gewenste monetairbeleidskoers niet beïnvloeden. Het APP blijkt succesvol te zijn op beide fronten. Het aankoopprogramma ondersteunt niet alleen de feitelijke inflatie (onder meer via een gunstig wisselkoerseffect), het draagt ook positief bij aan de verankering van de inflatieverwachtingen. In de huidige omgeving van rentevoeten die tegen hun effectieve ondergrens noteren, blijkt wel dat het monetair beleid profijt kan trekken van positieve wisselwerkingen met maatregelen in andere beleidsdoelmeinen. Vooral groeivriendelijke structurele hervormingen en intelligente begrotingsmaatregelen lijken in dat opzicht de taak van het monetair beleid te kunnen verlichten om de economie opnieuw op gang te brengen en de inflatie te ondersteunen.

Bibliografie

- Anderson D., D. Botman en B. Hunt (2014), *Is Japan's population aging deflationary?*, IMF Working Paper 14/139.
- Arce, Ó., S. Hurtado en C. Thomas (2016), *Policy spillovers and synergies in a monetary union*, ECB Working Paper 1942.
- Bobeica E., E. Lis, C. Nickel en Y. Sun (2017), *Demographics and inflation*, ECB Working Paper 2006.
- Bullard J., C. Carriga en C.J. Walter (2012) 'Demographics, redistribution and optimal inflation', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94(6), 419-439.
- Camba-Mendez, G. en T. Werner (2017), *The inflation risk premium in the post-Lehman period*, ECB Working Paper 2033.
- Ciccarelli M. en C. Osbat (eds, 2017), *Low inflation in the euro area: Causes and consequences*, ECB Occasional Paper Series 181.
- Constâncio V. (2015), *Understanding Inflation Dynamics and Monetary Policy*, Panel remarks at the Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 29 August.
- Cordemans N., M. Deroose, M. Kasongo Kashama en A. Stevens (2016), 'Het abc van de kwantitatieve versoepeling of een inleiding over de aankopen van activa door centrale banken', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 31-45.
- Gadatsch N., K. Hauzenberger en N. Stähler (2016), 'Fiscal policy during the crisis: A look on Germany and the Euro area with GEAR', *Economic Modelling*, 52 (B), 997-1016.
- Gimeno, R. en E. Ortega (2016), *The Evolution of Inflation Expectations in Euro Area Markets*, Banco de España, BdE Working Paper 1627.
- Jonckheere J. en H. Zimmer (2017), 'De diensteninflatie: België een uitzondering', NBB, *Economisch Tijdschrift*, Juni.
- Juselius M. en E. Takats (2015), *Can demography affect inflation and monetary policy?*, BIS Working Paper 485.
- Juselius M. en E. Takats (2016), *The age-structure-inflation-puzzle*, Bank of Finland Research Discussion Paper 4/2016.
- Katagiri M. (2012), *Economic consequences of population aging in Japan: Effects through changes in demand structure*, Bank of Japan, IMES Discussion Paper Series 2012-E-3.
- NBB (2016), *Verslag 2015*.
- NBB (2017) *Verslag 2016*.
- Shambaugh, J. (2008), 'A new look at pass-through', *Journal of International Money and Finance*, 27(3), 560-591.
- Shirakawa M. (2012), *Demographic changes and macroeconomic performance: Japanese experiences*, Opening remark at 2012 BOJ-IMES Conference hosted by the Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 30 May.
- Stevens A. (2013), 'Wat het inflatieverloop leert over de Phillipscurve: implicaties voor het monetair beleid', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 73-82.
- Yoon J-W., J. Kim en J. Lee (2014), *Impact of demographic changes on inflation and the macroeconomy*, IMF Working Paper 14/20.

Abstracts from the Working Papers series

315. Creating associations to substitute banks' direct credit. Evidence from Belgium by M. Bedayo, December 2016

Firms' incentives to join other firms to collectively apply for a unique loan is empirically studied. When several firms jointly apply for a unique loan an association of firms is created. The authors identify the associations that had access to credit in Belgium over the period 2001-2011 and the firms that created each association, observing the amount of credit both the firms and the associations obtained from each financial institution they used. They analyse the amount of credit obtained by firms depending on whether they belong to any association, firms' likelihood of forming associations, the impact of belonging to an association on the amount of credit firms receive from banks, as well as the effect of not obtaining any credit directly on this amount. Further, the authors analyse whether associations formed by common-ownership firms have access to higher amounts of credit than the rest of the associations. They find that big and old firms are more likely to join other firms to mutually apply for credit and that associations get more credit if all their members use the same bank the association uses to get credit from. Furthermore, the lower firms' credit over the last year the more likely they are to form associations to obtain credit, and the authors show that associations composed of small firms with no credit history are specially credit constrained.

316. The impact of export promotion on export market entry by A. Schminke, J. Van Biesebroeck, December 2016

For small open economies, it is essential that many firms find their way to the export market and most governments provide some form of export promotion assistance. The authors use detailed firm-level data for Flanders, Belgium's largest region, to evaluate whether its program raises firms' propensity to start exporting outside the EU single market. They find robust evidence for such an effect by relying on the selection-on-observables assumption which they implement using various estimators. Results remain positive and statistically significant, but they are smaller in size, when they use two strategies to mitigate self-selection concerns: (i) focus on sub-samples of firms where endogenous selection into treatment is less likely, and (ii) use firms that receive the weakest form of support as controls for firms receive more extensive support.

317. An estimated two-country EA-US model with limited exchange rate pass-through by G. de Walcque, Ph. Jeanfils, T. Lejeune, Y. Rychalovska, March 2017

The authors develop a two-country New Keynesian model with sticky local currency pricing, distribution costs and a demand elasticity increasing with the relative price. These features help to reduce the exchange rate pass-through to the import price at the border and down the chain towards the consumption price, both in the short and the long run. Oil and imported goods enter at the same time as inputs in the production process and as consumption components. The model is estimated using Bayesian full information maximum likelihood techniques and based on real and nominal

macroeconomic series for the euro area and the United States together with the bilateral exchange rate and oil prices. The estimated model is shown to perform well in an out-of-sample forecasting exercise and is able to reproduce most of the cross-series co-variances observed in the data. It is then used for forecast error variance decomposition and historical decomposition exercises.

318. [Using bank loans as collateral in Europe: The role of liquidity and funding purposes](#) by F. Koulischer, P. Van Roy, April 2017

The authors show that illiquid assets such as bank loans are used by euro area banks both as central bank collateral for short-term liquidity insurance purposes and for longer-term funding purposes for issuing covered bonds or asset-backed securities. They then explore the determinants of the choice to use bank loans for short-term liquidity insurance purposes or long-term funding purposes focusing on the case of Belgian banks. They find that (1) loan types are key to alleviating asymmetries of information; (2) regulatory requirements play a major role in the banks' choices, both directly and indirectly through clientele effects and (3) there are significant switching costs between the various uses of bank loans as collateral so historical decisions also determine the use of bank loans as collateral.

319. [The impact of service and goods offshoring on employment: Firm-level evidence](#) by C. Ornaghi, I. Van Beveren, S. Vanormelingen, May 2017

Advances in communication technology have led to a remarkable increase in the tradability of services, resulting in a substantial increase in offshoring of services over the last two decades. Research investigating how this surge in service offshoring affects employment, has been largely hampered by the paucity of suitable microdata. The paper tries to fill this gap by using a newly constructed database of Belgian firms that combines individual transaction-level data on international trade in goods and services with annual financial accounts. This unusually rich dataset allows to produce fresh evidence on the impact of goods and service offshoring on total employment and employment by educational levels for both manufacturing industries and the service sectors. The results show that: (i) goods offshoring has a positive impact on employment growth among workers with both low and high levels of education in the manufacturing industry, but this effect disappears when controlling for scale effects; and (ii) service offshoring has a negative impact on employment growth among highly educated workers in the service sectors. This novel evidence suggests that globalisation may threaten job security of higher educated workers too.

320. [On the estimation of panel fiscal reaction functions: Heterogeneity or fiscal fatigue?](#) by G. Everaert, S. Jansen, May 2017

The paper investigates whether fiscal fatigue is a robust characteristic of the fiscal reaction function in a panel of OECD countries over the period 1970-2014 or merely an artifact of ignoring important aspects of the panel dimension of the data. More specifically, the authors test whether the quadratic and cubic debt-to-GDP terms remain significant once dynamics, heterogeneous slopes and an asymmetric reaction to the business cycle are allowed for. The results show a significant heterogeneous reaction of the primary balance to lagged debt with fiscal fatigue not being a general characteristic of the fiscal reaction function shared by all countries in our panel. In line with the literature, the authors further find that fiscal balances tend to deteriorate in contractions without correspondingly improving during expansions. Explorative stochastic debt simulations show that debt forecasts crucially depend on the specification of the fiscal reaction function.

Conventionele tekens

%	procent
enz.	enzovoort
i.v.m.	in verband met
p.m.	pro memorie
r	raming van de Bank
t.o.v.	ten opzichte van

Lijst van afkortingen

Landen

BE	België
DE	Duitsland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
LU	Luxemburg
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
FI	Finland
DK	Denemarken
SE	Zweden
UK	Verenigd Koninkrijk
EA	Eurogebied
EU	Europese unie
EU15	Europese Unie van 15 landen, vóór de uitbreiding in 2004
JP	Japan
VS	Verenigde Staten

Andere

ABEX	Belgische Vereniging der Experts
ADS	Algemene Directie Statistiek
APP	Asset purchase programme – Programma voor de aankoop van activa
BACH	Bank for the Accounts of Companies Harmonised
BBP	Bruto binnenlands product
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BIPT	Belgisch Instituut voor postdiensten en telecommunicatie
BIS	Bank for International Settlements

BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CBDC	Central bank digital currency
COFOG	Classification of the Functions of Government
COICOP	Classification of Individual Consumption by Purpose
CPB	Centraal Planbureau (Nederland)
CRB	Centrale Raad voor het Bedrijfsleven
CSPP	Corporate sector purchase programme
DEA	Data Envelopment Analysis
DLT	Distributed ledger technology
EBA	Eenmalige bevrijdende aangifte
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
ECCBSO	European Committee of Central Balance-Sheet Data Offices
ELB	Effective lower bound
EMU	Economische en Monetaire Unie
EONIA	Euro Overnight Index Average
ERPT	Exchange rate pass-through
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
ETNO	European Telecommunications Network Operators' Association
FOD	Federale Overheidsdienst
FPB	Federaal Planbureau
FRB	Full reserve banking
GZI	Gezondheidsindex
HFCS	Household Finance and Consumption Survey
HHI	Herfindahl-Hirschman Index
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
IGDFI	Indirect gemeten diensten van financiële intermediairs
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de nationale rekeningen
INSEE	Institut national de la statistique et des études économiques
IRB	Interneratingbenadering
IZW	Instelling zonder winstoogmerk
kWh	Kilowattuur
LIFT	Taskforce on low inflation
MIP	Macroeconomic Imbalance Procedure – Procedure bij macro-economische onevenwichtigheden
MIR	MFI-rentetarieven
NACE	Nomenclatuur van de economische activiteiten van de Europese Gemeenschap
NBB	Nationale Bank van België
NCPI	Nationale consumptieprijsindex
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OPEC	Organisatie van olie-exporterende landen

PISA	Programme for International Student Assessment
PSPP	Public sector purchase programme
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
S&P	Standard & Poor's
SPF	Survey of Professional Forecasters
VAR	Vector autoregressive model
WEF	World Economic Forum

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



Verantwoordelijke uitgever

Jan Smets

Gouverneur

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

Contactpersoon voor de publicatie

Pierre Crevits

Chef van het departement Secretariaat-generaal en communicatie

Tel. +32 2 221 30 29
pierre.crevits@nbb.be

© Illustraties: Nationale Bank van België
Omslag en opmaak: NBB AG – Prepress & Image
Gepubliceerd in juni 2017

