

ECONOMISCH TIJDSCHRIFT

Jaargang 8
II-2002

Nationale Bank
van België



Copyright Nationale Bank van België NV

Iedere openbaarmaking en verveelvoudiging voor
niet-commerciële doeleinden is toegestaan, mits de bron wordt vermeld.

ISSN 1371-1229

INHOUD

De Belgische economie in 2002	9
Effecten van de overgang op de chartale euro op de inflatie	41
Effecten van de overgang naar de chartale euro op de vraag naar geld	57
Summaries of articles	67
Abstracts of the Working paper series	69

LIJST VAN AFKORTINGEN

ATM	Automated Teller Machine
BBP	Bruto binnenlands product
BEA	Bureau of Economic Analysis
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BLEU	Belgisch-Luxemburgse Economische Unie
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CPI	Consumptieprijsindex
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
EU	Europese Unie
FEDERGON	Federatie voor uitzendarbeid
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
ICT	Informatie- en communicatietechnologie
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de Nationale Rekeningen
ISM	Institute for Supply Management
MEZ	Ministerie van Economische Zaken
MTA	Ministerie van Tewerkstelling en Arbeid
NBB	Nationale Bank van België
NIS	Nationaal Instituut voor de Statistiek
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
RSZ	Rijksdienst voor Sociale Zekerheid
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
UCV	Uitwisselingscentrum van te verrekenen verrichtingen van het Belgisch financieel systeem
UMTS	Universal Mobile Telecommunications System

CONVENTIONELE TEKENS

–	het gegeven bestaat niet of heeft geen zin
n.	niet beschikbaar
pct.	procent
p.m.	pro memorie
r	raming
v	voorlopig

DE BELGISCHE ECONOMIE IN 2002

Traditioneel maakt de Bank aan het einde van het voorjaar haar macro-economische prognoses voor het lopende jaar bekend. Deze worden opgesteld in het kader van de projecties van het Eurosysteem, waarvan de resultaten voor het eurogebied worden gepubliceerd in het ECB-maandbericht van juni.

Het eerste deel van dit artikel handelt over de recente ontwikkelingen in en de vooruitzichten voor de belangrijkste economieën, vooral voor het eurogebied. Het beschrijft de reële en financiële ontwikkelingen van de afgelopen maanden, stelt de voorjaarsprognoses van de internationale instellingen voor en biedt, tot slot, een overzicht van de projecties van het Eurosysteem voor het eurogebied. Ook de hypothesen waarop die projecties berusten, en de beoordeling van de eraan verbonden risico's worden in dit deel behandeld. Ze gelden evenwel ook voor België.

De rest van het artikel is een uitvoerige toelichting bij de recente situatie in en de ramingen voor de nationale economie. De recente economische activiteit en de vooruitzichten inzake de ontwikkeling – in 2002 – van het bbp, van de belangrijkste bestedingscategorieën en van de werkgelegenheid worden beschreven in hoofdstuk 2. Het derde hoofdstuk schetst de recente ontwikkeling van en de vooruitzichten inzake inflatie en loonkosten. In hoofdstuk 4 worden de overheidsfinanciën grondig geanalyseerd. Het laatste hoofdstuk bevat de resultaten inzake netto financieringsvermogen of -behoefte van de grote sectoren van de economie, alsook de lopende rekening van de betalingsbalans.

De prognoses betreffende België zijn opgesteld op basis van de gegevens die beschikbaar waren op 17 mei 2002. Sindsdien heeft het INR zijn eerste raming over het verloop van de economische activiteit in het eerste kwartaal van 2002

gepubliceerd; de resultaten ervan zijn grotendeels in overeenstemming met de ramingen voor het geheel van het jaar.

Algemeen beschouwd, vormen de nationale rekeningen het kader voor de analyse van de reële economische ontwikkelingen. De veranderingen die voor dit jaar voor bepaalde variabelen worden verwacht, zullen echter worden beïnvloed door louter boekhoudkundige bewegingen. Deze laatste vloeien voort uit het feit dat de openbare radio- en televisiemaatschappijen deel zullen uitmaken van de overheidssector, en niet langer van de sector niet-financiële vennootschappen. De redenen en gevolgen van deze wijziging staan uitvoerig beschreven in de bijlage. In de toelichting bij de prognoses worden die boekhoudkundige effecten buiten beschouwing gelaten, teneinde te voorkomen dat ze de analyse van de economische ontwikkelingen zouden verstoren. In de tabellen worden de resultaten echter volgens de twee concepten voorgesteld: namelijk vóór en na de verandering van sector.

1. INTERNATIONALE OMGEVING

1.1 RECENT ACTIVITEITSVERLOOP

De schokken die ten grondslag lagen aan de mondiale economische groeivertraging in 2001 zijn geleidelijk in kracht afgenomen. De olieprijs, waarvan de eerdere stijgingen de consumptie en de investeringen tijdens het afgelopen jaar sterk negatief hebben beïnvloed, zijn sedert eind 2000 aanzienlijk gedaald, vooral in het laatste kwartaal van 2001 toen de groeivertraging de vraag naar olieproducten zwaar afremde. Dit neemt niet weg dat de olieprijs vanaf maart 2002 opnieuw zijn gestegen, onder meer als gevolg van de spanningen in het

Midden-Oosten. De door de scherpe teruggang van de Amerikaanse investeringen veroorzaakte moeilijkheden in de branches die informatie- en communicatietechnologie (ICT) produceren, blijken af te nemen en, na het uiteenspatten van de financiële zeepbel in de technologiesector en het wereldwijde terreinverlies van de aandelenkoersen, is de situatie op de aandelenmarkten sedert eind 2001 stabiel gebleven. Tot slot is de hevige vertrouwensschok na de aanslagen van 11 september 2001 eerder kortstondig van aard gebleken. Het wegebben van de negatieve gevolgen van deze schokken effende de weg voor een opleving van de wereldeconomie in 2002.

De recente activiteitsgroei in de Verenigde Staten en de opleving van de uitvoer in de opkomende landen van Azië zijn, net als de indicaties van een versteviging van de economische activiteit in het eurogebied, inderdaad tekenen

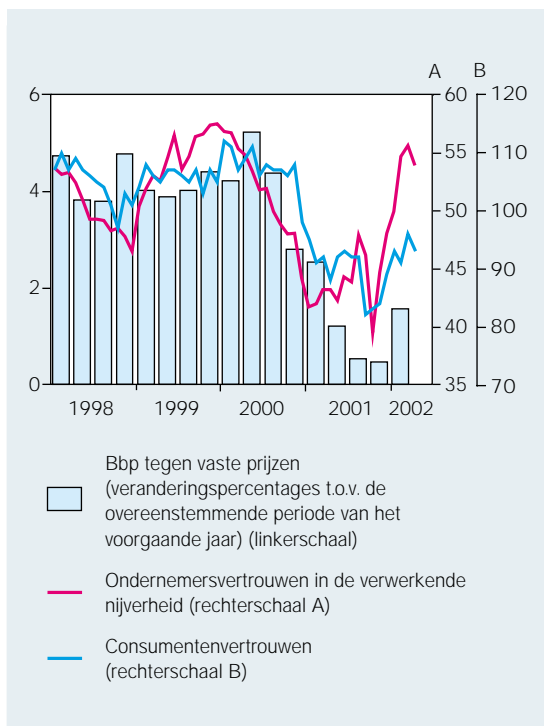
die wijzen op een opleving van de wereldeconomie. De zwakte van de Japanse economie vormt daar een belangrijke uitzondering op.

In de Verenigde Staten is de economie vanaf het laatste kwartaal van 2001 opgeveerd. Tegen vaste prijzen is het bbp in dat kwartaal ten opzichte van het voorgaande kwartaal onverwacht toegenomen. Volgens de eerste ramingen van het ministerie van Handel heeft de opleving zich in het eerste kwartaal van 2002 duidelijk voortgezet. De particuliere consumptie, die ook tijdens de groeivertraging van 2000-2001 opvallend goed stand hield, bleef groeien: de toenemende consumptie van niet-duurzame goederen en diensten compenseerde ruimschoots de afgenomen consumptie van duurzame goederen. De voorraden werden verder afgebouwd, maar veel minder dan tijdens het laatste kwartaal van 2001. De investeringen van de ondernemingen, van hun kant, bleven zwak hoewel zij in het eerste kwartaal van 2002 minder sterk zijn gedaald dan in het kwartaal ervoor. De versteviging van de Amerikaanse economie komt voorts tot uiting in de indicatoren van het ondernemers- en consumentenvertrouwen die sedert eind 2001 flink in de hoogte zijn gegaan. Na de forse stijgingen tijdens de maanden voordien, zijn deze indicatoren in april 2002 evenwel licht verzwakt.

De Japanse economie kampt nog steeds met zware structurele problemen in de financiële sector en in de ondernemingen. In het vierde kwartaal van 2001 bleef het bbp er tegen vaste prijzen op achteruitgaan, vooral doordat de ondernemingen minder investeerden. Toch hebben zich recentelijk een aantal ontwikkelingen voorgedaan die kunnen wijzen op een mogelijk beginnend herstel van de industriële productie. Zo ziet het ernaar uit dat de neergang in de exportsector zijn dieptepunt heeft bereikt en dat de door de voorraadafbouw veroorzaakte druk op de industriële productie stilaan zou afnemen.

Wat de rest van de wereld betreft, wordt de laatste maanden in sommige opkomende landen van

GRAFIEK 1 – RECENT ACTIVITEITSVERLOOP EN VERTROUWENSINDICATOREN IN DE VERENIGDE STATEN



Bronnen: BEA, ISM, OESO.

Azië een opleving van de uitvoer opgetekend, voornamelijk in de branches die ICT produceren. Een en ander heeft blijkbaar te maken met de nauwe handelsrelaties tussen die landen en de Verenigde Staten. In vergelijking met andere regio's in de wereld hebben de meeste transitielanden de groeivertraging goed weerstaan. In Latijns-Amerika gaat Argentinië gebukt onder een ernstige financiële crisis. Terwijl de besmettingseffecten van deze crisis op de andere landen van de regio al met al beperkt zijn gebleven, zijn sommige onder hen getroffen door de groeivertraging in de Verenigde Staten.

Nadat de groei in het eurogebied in het tweede en derde kwartaal van 2001 reeds vrij lusteloos was geworden, bleef de economische activiteit er in het vierde kwartaal verder verzwakken als gevolg van de trage groei van de particuliere consumptie, de vermindering van de brutovorming van vast kapitaal door de ondernemingen

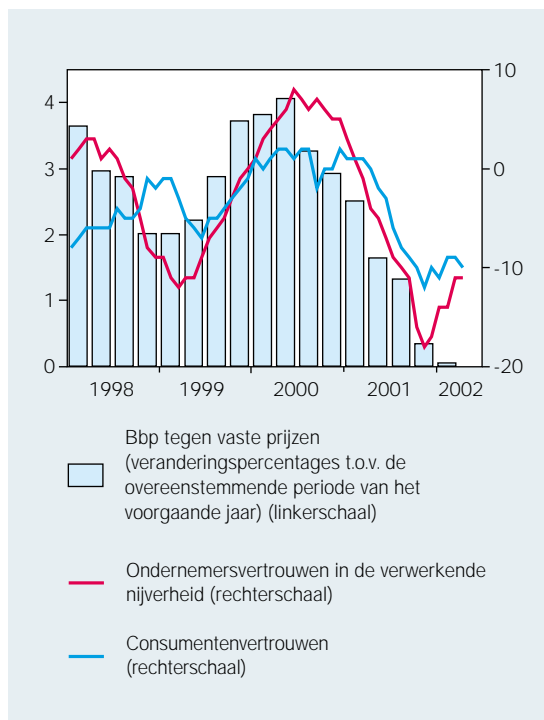
en de forse voorraadafbouw. De uitvoer liep sterk terug, hoewel minder dan de invoer. De recente gegevens bevatten echter lichtpunten aangaande het activiteitsverloop in het eurogebied. Zo zou de seizoengezuiverde industriële productie in het eerste kwartaal van 2002 enigszins zijn toegenomen ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Voorts is de indicator van het ondernemersvertrouwen sedert november 2001 duidelijk gestegen. Hoewel de verbetering hier minder duidelijk is, is ook het consumentenvertrouwen in het gehele eurogebied sedert het dieptepunt van november 2001 verbeterd.

1.2 FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN

Als gevolg van gunstiger groeivoorzichten heeft de in 2000 ingezette daling van de langetermijnrente en van de aandelenkoersen zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten vanaf het najaar van 2001 de plaats geruimd voor een opleving. Het optimisme herstelde zich echter niet continu, en manifesteerde zich voornamelijk in de laatste maanden van 2001 en in maart 2002. Het steiler worden van de rendementscurve weerspiegelde de verwachting van een verkrapping van de monetaire voorwaarden, die zeer soepel waren gebleven. In Japan, daarentegen, werden de economische voorzichten tot in februari 2002 als middelmatig beschouwd, zonder enig teken van beterschap.

In de drie grote geïndustrialiseerde economieën werd het monetaire beleid, dat in 2001 aanzienlijk was versoepeld, in de loop van de eerste vijf maanden van 2002 niet meer bijgestuurd. In de Verenigde Staten was het streeftarief voor de fed funds-rente teruggebracht van 6,5 pct. eind 2000 tot 1,75 pct. op 11 december 2001. Tijdens zijn vergaderingen van 30 januari, 19 maart en 7 mei 2002 handhaafde het Federal Open Market Committee het tarief op dit historisch lage peil. In maart stelde het evenwel zijn beoordeling van de economische situatie bij, rekening houdende met

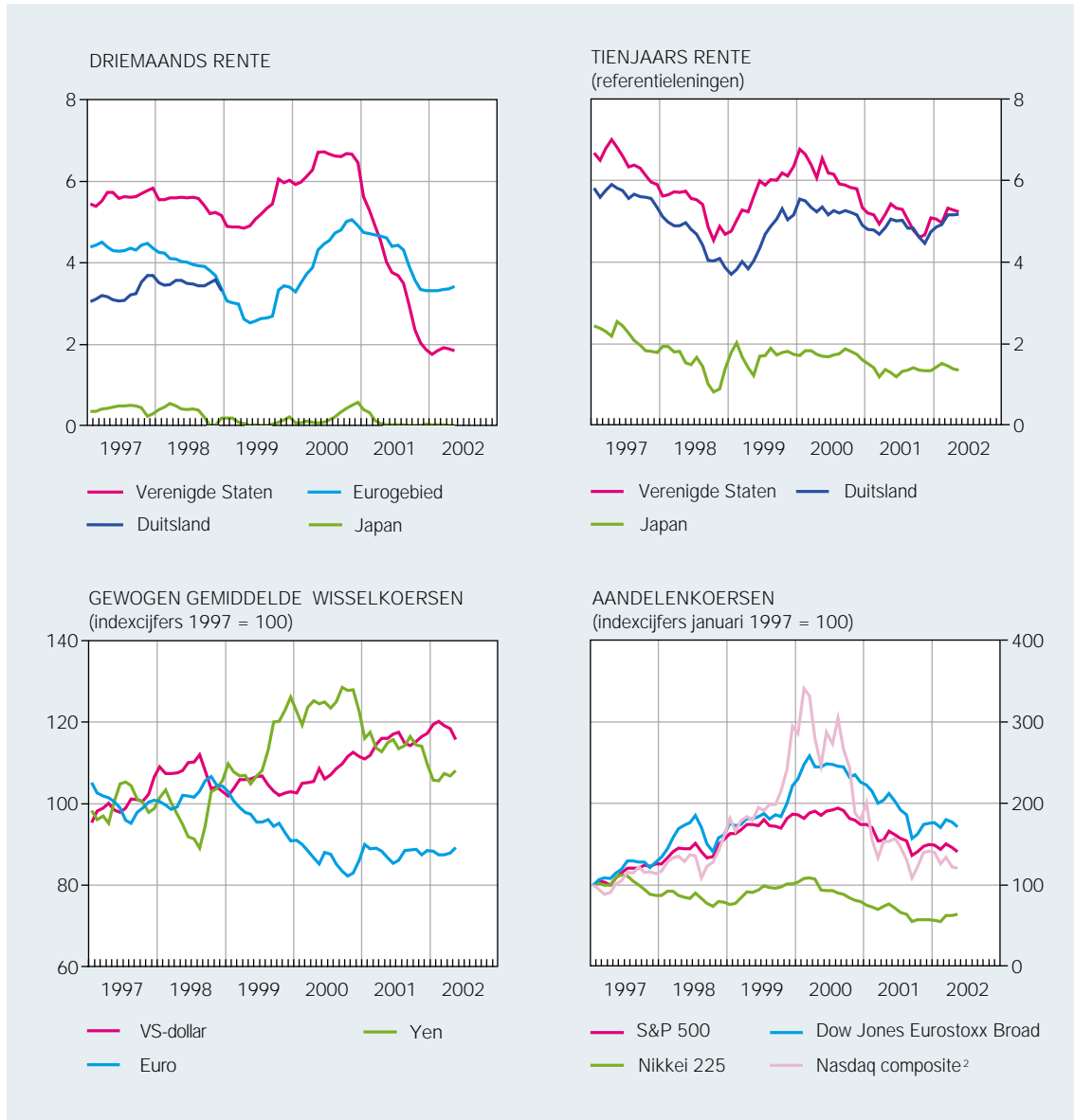
GRAFIEK 2 – RECENT ACTIVITEITSVERLOOP EN VERTROUWENSINDICATOREN IN HET EUROGEBIED



Bron: EC.

GRAFIEK 3 – FINANCIËLE ONTWIKKELINGEN IN DE BELANGRIJKSTE ECONOMIEËN

(maandgemiddelden¹)



Bronnen: BIB, ECB, Reuters, Stoxx Limited, NBB.

¹ Gemiddelde tot de 21ste dag in mei 2002.

² Einde van de maand, behalve de 21ste dag in mei 2002.

zijn doelstellingen inzake groei en prijsstabiliteit: terwijl men er eind januari nog vooral van uitging dat de activiteit zwakker zou kunnen uitvallen dan verwacht, werden de risico's in maart en mei als meer in evenwicht beschouwd. Als gevolg van de verwachte verhoging van de fed funds-rente, zijn de driemaands rentetarieven licht gestegen.

In Japan bleef de centrale bank, teneinde de liquiditeit te verruimen, de monetaire reserves, eerder dan de rentetarieven, als operationele doelstelling hanteren. Als gevolg van dit ruime liquiditeitsbeleid werden de korte rentes op nul procent gehandhaafd. De kredietverlening door de commerciële banken bleef echter futloos, wegens zowel de zwakte van de investeringen

als de houding van de banken, die hun financiële situatie belast blijven weten met dubieuze vorderingen.

In het eurogebied was de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancieringstransacties van het Eurosysteem gezakt van 4,75 pct. in de eerste maanden van 2001 tot 3,25 pct. op 8 november 2001. Zij werd vervolgens door de Raad van Bestuur van de ECB op dit peil gehandhaafd, omdat de Raad oordeelde dat op die manier de prijsstabiliteit op de middellange termijn kon worden gewaarborgd.

De groei van M3, zoals die wordt geanalyseerd in het kader van de eerste pijler van de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem, is in de tweede helft van 2001 weliswaar fors versneld: het driemaands gemiddelde van het jaarlijkse groeitempo van dit aggregaat bereikte in de periode van november 2001 tot januari 2002 8 pct., wat heel wat meer is dan de referentiewaarde van 4½ pct. Deze expansie werd echter niet beschouwd als een risicosignaal voor de prijsstabiliteit, want zij was vooral het resultaat van – eventueel tijdelijke – portefeuilleherstructureringen als gevolg van een uitgesproken voorkeur van de beleggers voor liquiditeit in een klimaat van grote onzekerheid, en ging gepaard met een groeivertraging van de kredietverlening aan de particuliere sector. Mocht het liquiditeitsoverschot aanhouden, vooral in een context van krachtiger economische groei, dan zou het echter een bron van onrust kunnen worden.

Wat de tweede pijler betreft, oordeelde de Raad van Bestuur dat het eurogebied voldeed aan de voorwaarden voor een groeierstel, dat dit herstel zich in 2002 zou voordoen, maar dat er onzekerheid bleef bestaan omtrent het precieze profiel ervan, en dat de druk van de totale vraag op de prijzen beperkt zou blijven. Tot in februari verwachtte men bovendien een vrij forse daling van de inflatie dankzij het verdwijnen van de eerdere prijsstijgingen voor invoerproducten en levensmiddelen. Dit optimisme kreeg vervolgens een deuk

door de opstoot van de olieprijsen en de uitkomst van sommige loononderhandelingen.

In de Verenigde Staten en in het eurogebied lieten de lange-rentetarieven vanaf november 2001 een stijging optekenen. Dat kwam vooral doordat het vertrouwen in een herstel van de economische groei verstevigde, waardoor de financiële marktpartijen anticipeerden op een snellere verkrapping van het monetaire beleid, vooral in de Verenigde Staten, maar waardoor ook de inflatieverwachtingen enigszins werden aangewakkerd. De militaire successen in Afghanistan zorgden er bovendien mede voor dat de vlucht in veilige waarden werd omgebogen. Tijdens de eerste twee maanden van 2002 werd het herstel van de Amerikaanse obligatierendementen onderbroken, deels als gevolg van een relatieve afkeer voor de aandelenmarkt na onthullingen over de boekhoudkundige praktijken van de gefailleerde onderneming Enron. In maart hervatte het herstel, meer bepaald na de aankondiging van een verbazend krachtige groei van het Amerikaanse bbp in het vierde kwartaal van 2001. In april en mei verloren deze koersen wat terrein na gemengde berichten over de Amerikaanse conjunctuur, wat de verwachte verkrapping van het rentebeleid door de Federal Reserve minder zeker maakte. Terwijl de rentes op de Amerikaanse en Europese obligaties een gelijk verloop lieten optekenen, bleven de lange-rentetarieven in Japan laag. De geringe stijging van deze laatste tijdens het eerste kwartaal van 2002 was wellicht nog veeleer te wijten aan de perceptie van een verhoogd risico, dan aan een toenemend optimisme inzake groei.

Het is op de aandelenmarkt dat het vooruitzicht op een conjuncturele opleving het vroegst effect sorteerde, vermits het dieptepunt er reeds in oktober 2001 achter de rug bleek, ondanks zwakke winstcijfers en geruchtmakende faillissementen, vooral in de Verenigde Staten. Blijkbaar hadden de marktpartijen onder meer vertrouwen in het effect van de budgettaire stimuli in dat land en van de monetaire versoepelingen waartoe de Federal Reserve en het Eurosysteem hadden besloten.

De koers/winstverhouding van de Amerikaanse aandelen die zijn opgenomen in de S&P 500-index, bereikte begin 2002 een zeer hoog peil, deels als gevolg van uitzonderlijke winstdalingen. Op de Europese beurzen was de koers/winstverhouding minder ongewoon. In april en mei, ten slotte, was het belangrijkste indexcijfer zowel in Amerika als in Europa neerwaarts gericht.

Op de valutamarkt, ten slotte, hervatte de Amerikaanse dollar zijn opmars van oktober 2001 tot januari 2002, en verwijderde zich aldus steeds verder van een evenwichtswaarde op de lange termijn, omdat in de Verenigde Staten een sneller en krachtiger herstel werd verwacht dan elders. Daarna is de effectieve wisselkoers van de dollar echter verzwakt, vooral in mei. De yen is eind 2001 fors gedeprecieerd, zodat de waardevermeerdering die gepaard was gegaan met de hoop op een herstel in 1999, werd geneutraliseerd. Aan het einde van de hier bechreven periode, steeg de yen echter wat in waarde. De effectieve wisselkoers van de euro is tussen augustus 2001 en april 2002 nauwelijks gewijzigd; in de maand mei herstelde hij zich.

Ten opzichte van de Amerikaanse munt bereikte de euro aldus een koers van meer dan 0,93 dollar, en dit nadat de Europese eenheidsmunt eind januari minder dan 0,87 dollar waard was.

1.3 VOORUITZICHTEN VOOR 2002

Tegen de achtergrond van hoopvolle tekenen betreffende een opleving gaan de belangrijkste internationale instellingen er in hun voorjaarsprognoses van uit dat de groei van de wereldeconomie in 2002 zal aantrekken tot zowat 2,8 à 2,9 pct., tegen 2,3 à 2,5 pct. in 2001. Deze als jaargemiddelde nog matige groei-versnelling verhult echter een duidelijke activiteitsversteving in de loop van het jaar. Ook de wereldhandel zou, na de stagnatie van vorig jaar, in 2002 opnieuw krachtiger groeien.

De internationale instellingen verwachten unaniem dat de economische groei in de Verenigde Staten in 2002 zal aantrekken. Het bbp tegen vaste prijzen zal er in 2002 naar verwachting

TABEL 1 – VOORJAARSPROGNOSSES VAN DE INTERNATIONALE INSTELLINGEN VOOR 2002

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

	IMF		OESO		EC	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Bbp tegen vaste prijzen						
Verenigde Staten	1,2	2,3	1,2	2,5	1,2	2,7
Japan	-0,4	-1,0	-0,4	-0,7	-0,5	-0,8
Eurogebied	1,5	1,4	1,6	1,3	1,6	1,4
Inflatie¹						
Verenigde Staten	2,8	1,4	2,8	1,8	2,8	1,4
Japan	-0,7	-1,1	-0,7	-1,2	-0,5	-0,9
Eurogebied	2,6	1,9	2,5	2,0	2,5	2,2
Werkloosheidsgraad²						
Verenigde Staten	4,8	5,5	4,8	5,6	4,8	5,7
Japan	5,0	5,8	5,0	5,8	5,1	6,2
Eurogebied	8,3	8,5	8,0	8,2	8,3	8,5

Bronnen: EC, IMF, OESO.

¹ Consumptieprijsindex, HICP voor het eurogebied.

² Procenten van de beroepsbevolking.

met 2,3 à 2,7 pct. groeien, tegen 1,2 pct. vorig jaar. Op de korte termijn zou de particuliere consumptie het herstel nog in belangrijke mate ondersteunen. Het ziet er voorts naar uit dat, na de scherpe voorraadafbouw in het laatste kwartaal van 2001, de voorraadwijzigingen in een eerste fase eveneens een sterk positieve bijdrage tot de groei zullen leveren. De investeringen van de ondernemingen daarentegen zouden aanvankelijk zwak blijven; vervolgens zouden zij een duidelijker opwaartse tendens laten optekenen, meer bepaald zodra de ondernemingswinsten verbeteren. De invoer van goederen en diensten zal naar verwachting krachtig groeien als gevolg van de expansie van de binnenlandse vraag, terwijl de uitvoer wellicht af te rekenen krijgt met het eerder geaccumuleerde verlies aan concurrentiekracht als gevolg van de dollarappreciatie. De netto-uitvoer zal dan ook vermoedelijk een negatieve bijdrage leveren aan de groei. Aangezien er nog steeds tekenen van overcapaciteit zijn, zou de inflatiedruk in de loop van 2002 beperkt blijven.

Voor Japan voorspellen de internationale instellingen, in het verlengde van de activiteitskrimp in 2001, een verdere en nog sterkere daling van het tegen vaste prijzen uitgedrukte bbp voor dit jaar, namelijk met 0,7 à 1 pct. Onder invloed van het ongunstige beloop op de arbeidsmarkt, de onzekere toestand van de overheidsfinanciën, de situatie in de financiële sector en de lage beurskoersen, zou de particuliere consumptie futloos blijven. Wegens de aanhoudende winstdalingen en de moeilijke financieringsvoorwaarden zouden ook de investeringen van de ondernemingen zwak blijven. De uitvoer is vrijwel het enige lichtpunt te midden van deze sombere groeivoorzichten. Dankzij de verbetering van de internationale omgeving en mede als gevolg van de in 2001 verzwakte yen, wordt voor de Japanse exportsector een snellere en ietwat sterkere dan aanvankelijk verwachte groei voorspeld. Het zal echter nog tot eind 2002 duren vooraleer dit de basis zou kunnen vormen van een exportgeleide maar – vanwege de ernstige structurele

problemen en de zeer recente appreciatie van de yen – kwetsbare opleving. Tegen de achtergrond van de voortdurend zwakke vraag en de structurele problemen aan de aanbodzijde, zou de deflatoire tendens aanhouden: er worden prijsdalingen met 0,9 à 1,2 pct. in het vooruitzicht gesteld.

Rekening houdende met de nauwe handelsbetrekkingen tussen de Verenigde Staten en de opkomende landen van Azië wordt voor deze laatste een verbetering van de activiteitsgroei in het vooruitzicht gesteld. Dit zou een gunstig effect sorteren op de overige kleine open economieën in de Aziatische regio. Hoewel de groei in China en India vooral door de levendige binnenlandse vraag zou worden geschraagd, zou de economische activiteit in de Aziatische regio in 2002 al met al afhankelijk blijven van de uitvoer, terwijl terzake van de structurele hervormingen slechts traag vooruitgang wordt geboekt. Na de sterke groeiprestaties in 2001 zou de economische activiteit in de Europese transitielanden en in Rusland in 2002 enigszins vertragen. Op de middellange termijn wordt verwacht dat de kandidaat-lidstaten gunstige effecten zullen onderkennen van hun toetreding tot de Europese Unie. De grote budgettaire tekorten en de evenwichtsverstoringen op de lopende rekening van de betalingsbalans van een aantal onder hen houden echter risico's in. In Latijns-Amerika zou de groei in 2002 zwak blijven met evenwel sterke verschillen tussen de respectieve landen. Zo zou de economische en financiële situatie er in Argentinië verder op achteruitgaan. Tegen de achtergrond van de geringe besmettingseffecten van de Argentinië-crisis zouden de andere economieën uit de regio een verbetering laten optekenen, vooral die welke nauwe handelsbetrekkingen met de Verenigde Staten onderhouden.

Het is reeds vaker gebleken dat de omslagpunten in het conjunctuurverloop moeilijk exact kunnen worden voorspeld, onder meer door de vertraging waarmee de informatie over de activiteitsontwikkeling beschikbaar komt. Het herstel

van de wereldeconomie is tot dusver het duidelijkst merkbaar in de recente krachtige activiteitsgroei in de Verenigde Staten en – wegens hun nauwe handelsrelaties met dat land – in de opkomende landen van Azië. Toch blijft de onzekerheid groot omtrent de kracht en de duurzaamheid van de opleving, vooral in de Verenigde Staten. Zo is de conjuncturomslag in dat land blijkbaar in hoge mate het gevolg van het positieve effect dat de daling van de olieprijsen in 2001 en de stimulerende budgettaire en monetaire beleidsmaatregelen op de particuliere consumptie hebben gesorteerd alsook van de ommekeer in de voorraadcyclus. Het dynamisme van de particuliere consumptie kan evenwel worden ondermijnd door de lage spaarquote en de hoge schuldgraad van de gezinnen, die in hun handelwijze ook door vertraagde negatieve welvaartseffecten kunnen worden beïnvloed. Bovendien worden de prognoses inzake investeringen gedrukt door continue tekenen die wijzen op overcapaciteit, door de onzekere winstvooruitzichten en door de hoge schuldgraad van de ondernemingen die deze laatste kwetsbaar maakt voor renteverhogingen. Overigens is er weinig verandering gekomen in het grote deficit op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans en zijn de risico's in verband met een ongeordende aanpassing van deze evenwichtsverstoring onverminderd blijven bestaan. Wat het eurogebied betreft, wijzen de vertrouwensindicatoren van de ondernemingen en de consumenten duidelijk in de richting van een activiteitsopleving, hoewel de industriële productieverstoring tot op heden gering is gebleven.

Tot slot, maar daarom niet minder belangrijk, bestaat het risico dat de olieprijsen de opleving van de wereldeconomie minder zullen ondersteunen dan eerst verwacht. Als gevolg van de bezorgdheid over een mogelijke verstoring van de olieproductie in de nasleep van de spanningen in het Midden-Oosten, is de volatiliteit op de oliemarkt recentelijk toegenomen. Tegen de achtergrond van de aantrekkende economische activiteit, valt het geenszins uit te sluiten dat de olieprijsen hoger zullen uitvallen dan aanvankelijk verwacht.

1.4 PROJECTIES VAN HET EUROSYSTEEM VOOR HET EUROGEBIED

De ECB heeft zopas de economische projecties voor het eurogebied bekendgemaakt. Deze worden gezamenlijk opgesteld door deskundigen van de ECB en de nationale centrale banken van het eurogebied. Zij zijn een van de elementen waar de Raad van Bestuur rekening mee houdt bij zijn evaluatie van de vooruitzichten inzake het prijsverloop en de risico's voor prijsstabiliteit in het kader van de tweede pijler van de monetaire beleidsstrategie van de ECB. Om de beraadslagingen van de Raad te vergemakkelijken, wordt de korte rente over de projectieperiode gehandhaafd op hetzelfde peil als bij het opstellen van de projecties, teneinde de mogelijke gevolgen aan te geven van het ongewijzigd laten van de interventierente van het monetaire beleid. Daardoor verschillen ze van de prognoses van de internationale instellingen, die rekening houden met een reactie van het monetaire beleid.

Bovendien zijn de projecties gebaseerd op een geheel van hypothesen, met name inzake de lange rente, de wisselkoersen en de internationale omgeving. De lange-termijnrente in euro resulteert uit de marktverwachtingen; op het tijdstip van de opstelling van de projecties beliep ze 5,3 pct. en tot eind 2002 zou ze op dat peil blijven. De bilaterale wisselkoersen van de euro worden constant gehouden op hun begin mei opgetekende waarde, namelijk voor de Amerikaanse munt 0,91 dollar per euro. De noteringen voor aardolie op de wereldmarkt zouden, overeenkomstig de in de termijncontracten weerspiegelde impliciete prijzen, in de loop van 2002 licht teruglopen, na hun stijging in maart en april. Een vat aardolie van het Brent-type zou dit jaar gemiddeld 24,6 dollar kosten, nagenoeg evenveel als in 2001. De inschatting van de internationale omgeving stemt, ten slotte, in de projecties van het Eurosysteem grotendeels overeen met die van de andere internationale instellingen. Zo zou de groei van de buitenlandse vraag van het eurogebied zich vanaf

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

	Eurogebied		p.m.: België	
	2001	2002	2001	2002
Inflatie (HICP)	2,5	2,1 - 2,5	2,4	1,7
Bbp-volume	1,5	0,9 - 1,5	1,0	1,0
waarvan:				
Particuliere consumptie	1,8	1,0 - 1,4	1,6	1,0
Overheidsconsumptie	2,2	1,0 - 1,9	2,3	1,6
Brutovorming van vast kapitaal	-0,3	-1,2 - 1,0	0,1	0,6
Uitvoer	2,7	0,0 - 2,9	-0,8	-2,0
Invoer	0,9	-1,1 - 2,3	-1,5	-1,2

Bronnen: ECB, NBB.

begin 2002 herstellen; toch zou de stijging als jaargemiddelde slechts ongeveer 2,4 pct. bedragen.

Nadat de vraag zowel in het binnenland als op de buitenlandse afzetmarkten tot eind 2001 sterk was vertraagd, zou de economische groei zich in het eurogebied vanaf het eerste kwartaal van 2002 moeten herstellen, en vervolgens verstevigen. Gesteund op de verbetering van de internationale omgeving, en derhalve van de uitvoer, zou dit herstel geleidelijk tot uiting komen in alle componenten van de binnenlandse vraag, meer bepaald door de ondernemingen in de tweede helft van het jaar aan te sporen tot nieuwe investeringen en werkgelegenheidscreatie. Over het geheel genomen, maakt de projectie gewag van een gemiddelde jaarlijkse groei van het bbp naar volume van 0,9 tot 1,5 pct. in 2002, tegen 1,5 pct. in 2001.

De inflatie, gemeten aan de hand van de geharmoniseerde consumptieprijnsindex (HICP), zou zich als jaargemiddelde tussen 2,1 en 2,5 pct. bevinden, tegen 2,5 pct. in 2001. Zowel de resultaten van het begin van het jaar als de recente stijging van de noteringen voor ruwe aardolie hebben ertoe geleid dat de inflatie in

2002 hoger ligt dan aanvankelijk voorspeld. De invoering van de eurobankbiljetten en -munten zou op de totale inflatie slechts een beperkte impact hebben gehad.

De projecties voor het eurogebied en die voor België, die in de volgende hoofdstukken worden besproken, moeten, gegeven de uitgangshypothesen, worden beschouwd als het meest waarschijnlijke resultaat. De ramingen worden echter door verschillende risico- en onzekerheidsfactoren beïnvloed, zowel wat de uitgangshypothesen als wat de reactie van de beschouwde economie betreft.

De recente indicatoren geven aan dat de activiteitsvertraging in 2001 van korte duur was en dat het herstel in de Verenigde Staten en in het eurogebied inmiddels lijkt te zijn ingetreden, zodat de onzekerheid over de groei minder groot lijkt dan voorheen. Op de korte termijn lijken de opwaartse en neerwaartse risico's elkaar grotendeels in evenwicht te houden. Op de langere termijn zou de activiteit worden gedrukt door een ongecontroleerde correctie van de evenwichtsverstoring in de lopende rekening van de Verenigde Staten en door een bruuske appreciatie van de euro. Voor de inflatie lijken er opwaartse risico's te

bestaan door de onzekerheid over de internationale noteringen voor ruwe aardolie en, op de langere termijn, door de ontwikkeling van de lonen.

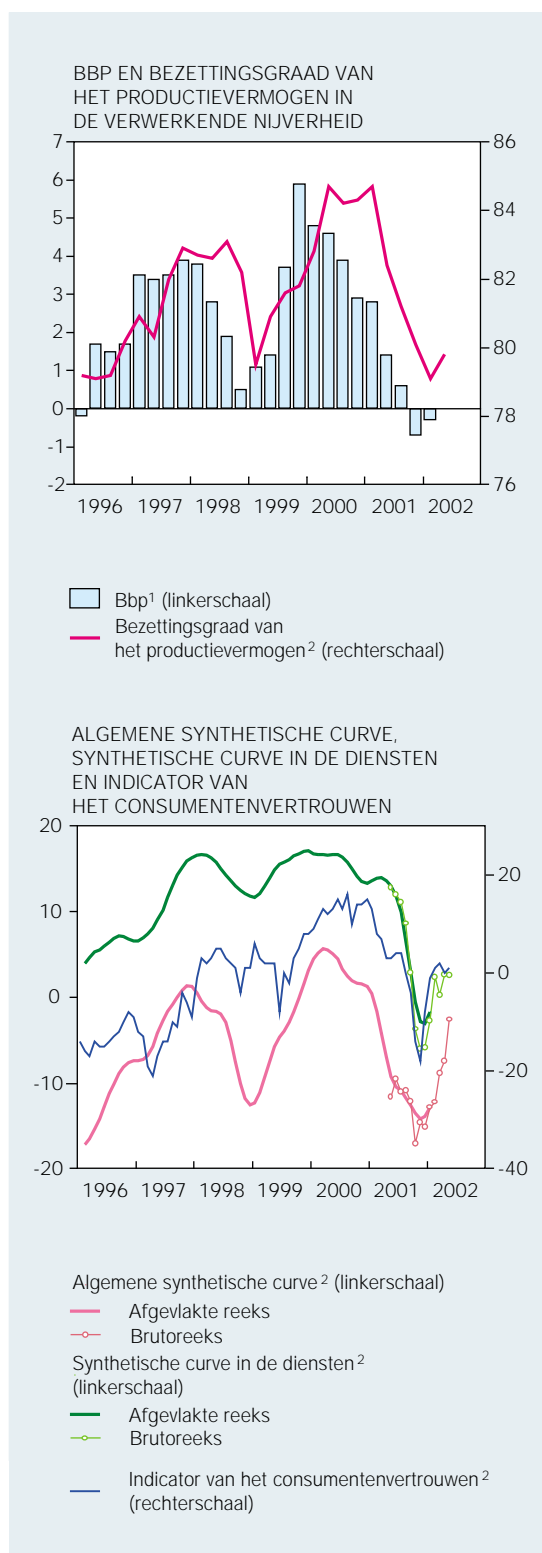
2. ACTIVITEIT, VRAAG EN WERKGELEGENHEID

2.1 ACTIVITEIT

In 2001 heeft België volop de weerslag ondervonden van de verslechtering van het mondiale en Europese conjunctuurklimaat. Ook de binnenlandse vraag werd afgeremd door de prijsstijgingen voor, onder meer, levensmiddelen. Tegen deze achtergrond hebben de aanslagen van 11 september het vertrouwen van de economische subjecten flink aangetast. Op jaarbasis is de voor kalenderinvloeden gezuiverde groei van het bbp – de reeks die het best het intrinsieke dynamisme van de economie weergeeft – aldus teruggelopen van 2,8 pct. in het eerste kwartaal van het jaar tot -0,7 pct. in het vierde kwartaal. Over het hele jaar kwam hij op 1 pct. uit.

Na de schok van 11 september herwonnen ondernemers en consumenten snel hun vertrouwen. De conjunctuurindicatoren bereikten in de loop van het eerste kwartaal van 2002 weer hun peil van vóór de aanslagen. De afgevlakte globale synthetische curve, die de fundamentele bewegingen van de conjunctuur in de industrie, de handel en de bouw weergeeft, gaf reeds in december 2001 een herstel te zien. Van dan af verbeterde ook het handelsklimaat in de sector van de dienstverlening aan de bedrijven, na in 2001 fors te zijn verslechterd. Ten slotte neemt het consumentenvertrouwen sedert december 2001 algemeen beschouwd toe. Ook het verloop van de bezettingsgraad van het productievermogen in de verwerkende nijverheid kan erop wijzen dat het herstel van de Belgische economie begin 2002 heeft

GRAFIEK 4 – RECENTE CONJUNCTUURINDICATOREN VOOR BELGIE



Bronnen: INR, NBB.

¹ Veranderingspercentages tegen vaste prijzen ten opzichte van het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar, voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

² Seizoengezuiverde gegevens.

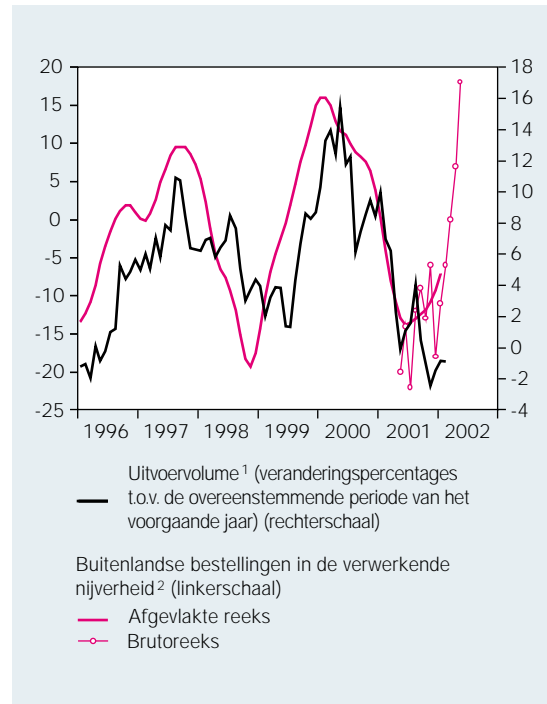
ingezet. Nadat de bezettingsgraad in januari zijn laagste punt sinds april 1996 bereikte (79,1 pct.), is hij in april 2002 opnieuw gestegen tot 79,8 pct.

De Belgische economie zou profijt moeten kunnen trekken van de verbetering van de internationale economische omgeving in 2002 en het herstel zou het hele jaar aanhouden. De herleving zou voornamelijk steunen op de stijging van de uitvoer. Ook de stabilisatie van de voorraden zou, na hun forse daling in 2001, een opmerkelijke bijdrage leveren aan de bbp-groei. Vervolgens zou de opleving van de binnenlandse en de buitenlandse vraag de investeringen aanzwengelen, wat het algemene economische herstel zou verstevigen. Dit laatste zou echter niet méér impliceren dan een op jaarbasis beschouwd laag gemiddeld groeicijfer. De gemiddelde toename op jaarbasis is immers niet alleen afhankelijk van het activiteitsbeloop tijdens het betreffende jaar, maar ook van de ontwikkeling tijdens het jaar voordien. Gelet op de zeer trage groei die werd opgetekend in het vierde kwartaal van 2001, zou de gemiddelde groei in 2002 van dezelfde orde van grootte zijn als vorig jaar, namelijk 1 pct., of 1,1 pct. ongerekend het boekhoudkundige effect van de sectorwijziging voor de openbare radio- en televisie maatschappijen.

2.2 VERWACHTTE ONTWIKKELINGEN VAN DE VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN

Samen met het voorziene verloop van de internationale handel zouden België's buitenlandse afzetmarkten, die in het laatste kwartaal van vorig jaar op jaarbasis met 4,5 pct. zouden zijn gekrompen, in de loop van 2002 geleidelijk opnieuw beginnen te groeien. In het vierde kwartaal zou de groei op méér dan 5 pct. uitkomen. Ondanks dat herstel in de loop van het jaar, zouden de Belgische exportmarkten over 2002 al bij al met gemiddeld slechts 1,3 pct. groeien, tegen 0,9 pct. in 2001.

GRAFIEK 5 – VOLUME VAN DE GOEDERENUITVOER EN ONTWIKKELING VAN DE BUITENLANDSE BESTELLINGEN IN DE VERWERKENDE NIJVERHEID



Bronnen : INR, NBB.

¹ Driemaands voortschrijdend gemiddelde.

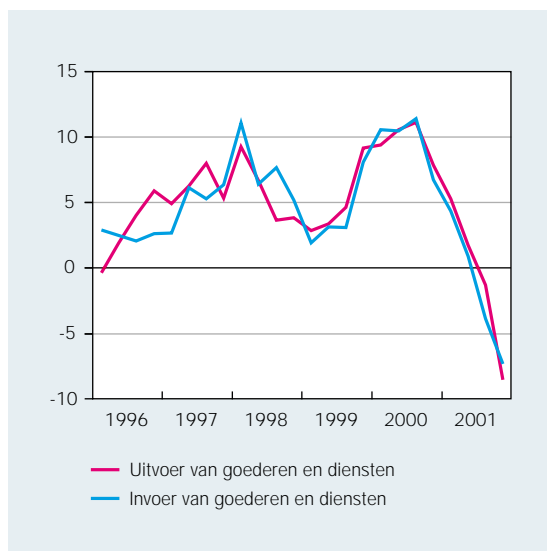
² Seizoengezuiverde gegevens.

De verwachte opleving van de buitenlandse economische activiteit wordt bevestigd door de gunstige beoordeling, in de maandelijkse conjunctuurenquêtes van de Bank, van de buitenlandse bestellingen in de verwerkende nijverheid. Deze indicator is reeds sedert juli vorig jaar aan het stijgen. Daarnaast wijzen de statistieken van de buitenlandse handel op een herstel van het driemaands voortschrijdende gemiddelde van het uitvoervolume sinds december vorig jaar. Er zij echter opgemerkt dat dit niet noodzakelijk het begin van een duurzaam herstel hoeft te betekenen, aangezien deze reeks een volatiel verloop heeft.

Parallel met de opleving van de buitenlandse vraag, zou het uitvoervolume van goederen en diensten in de loop van dit jaar moeten groeien, na in 2001 het hele jaar lang te zijn gekrompen.

GRAFIEK 6 – UITVOER EN INVOER VAN GOEDEREN EN DIENSTEN

(veranderingspercentages tegen vaste prijzen t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar – reeksen gezuiverd voor kalenderinvloeden)



Bron : INR.

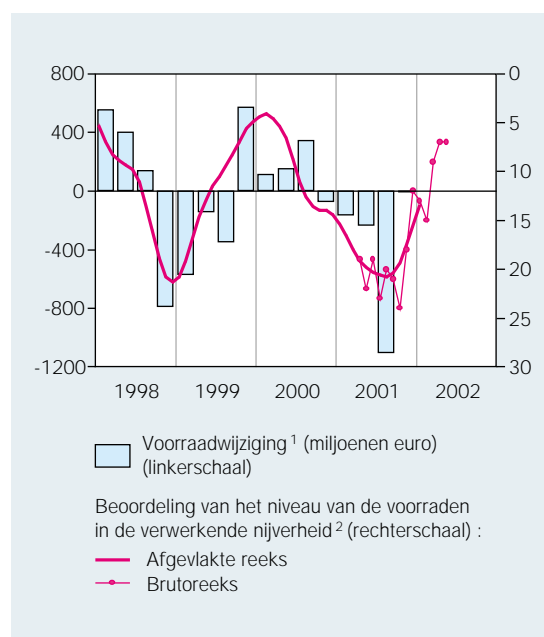
Het in 2001 opgetekende verloop, en vooral de forse daling in het vierde kwartaal, zullen het gemiddelde veranderingspercentage op jaarbasis van 2002 evenwel drukken, zodat de uitvoer met 2 pct. zou teruglopen, vergeleken met een daling met 0,8 pct. in 2001.

Het invoervolume van zijn kant zou in 2002 met 1,2 pct. teruglopen, dat is een minder sterke daling dan die van het uitvoervolume. De binnenlandse bestedingscomponenten zouden de vraag naar ingevoerde goederen immers blijven schragen, zij het in mindere mate dan tijdens de periode 1996-2000. Bovendien is het negatieve overloopeffect minder uitgesproken voor de invoer dan voor de uitvoer. De netto-uitvoer van goederen en diensten zou de bbp-groei derhalve met 0,7 procentpunt drukken, na hem in 2001 ten belope van 0,5 procentpunt positief te hebben beïnvloed.

Daarentegen zou de economische groei in 2002 worden gestimuleerd door een gunstig

verloop van de voorraden. De ondernemingen hadden deze in de eerste drie kwartalen van 2001 fors afgebouwd, teneinde het voorraadpeil aan te passen aan de vertraging van de vraag. Dit verschijnsel werd onderbroken in het laatste kwartaal van 2001. Uit de conjunctuurenquête bij de ondernemingen uit de verwerkende nijverheid blijkt trouwens dat het voorraadpeil sedert begin dit jaar als normaal wordt beschouwd. Deze beoordeling doet vermoeden dat de vorig jaar opgetekende voorraadintering niet zal aanhouden en dat zich, integendeel, een proces van voorraadaanvulling zou kunnen voordoen. De bijdrage van de voorraadwijziging tot de economische groei zou in 2002 dan ook uitkomen op een positief cijfer van 0,8 pct., tegen -0,9 pct. vorig jaar.

De bedrijfsinvesteringen zouden in 2002 nog relatief futloos blijven. Tegen vaste prijzen zouden ze met slechts 0,2 pct. toenemen, dat is een kleinere stijging dan die van vorig jaar. Toen

GRAFIEK 7 – VERLOOP VAN DE VOORRADEN TEGEN VASTE PRIJZEN

Bronnen : INR, NBB.

¹ Reeksen gezuiverd voor seizoen- en kalenderinvloeden.

² Vraag uit de maandelijkse conjunctuurenquêtes : een hoge waarde geeft aan dat een belangrijk deel van de ondervraagde ondernemingen het niveau van de voorraden als hoger dan normaal beschouwt. Seizoengezuiverde gegevens.

TABEL 3 – BBP EN BELANGRIJKSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN TEGEN PRIJZEN VAN 1995*(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, gegevens gezuiverd voor kalenderinvloeden)*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 r	p.m. 2002 r ²
Netto-uitvoer van goederen en diensten ¹	0,9	-0,8	0,9	0,5	0,5	-0,7	-0,7
Uitvoer van goederen en diensten	6,1	5,8	5,0	9,7	-0,8	-2,0	-2,0
Invoer van goederen en diensten	5,1	7,5	4,1	9,7	-1,5	-1,2	-1,2
Voorraadwijziging ¹	0,1	0,3	-0,4	0,5	-0,9	0,8	0,8
Binnenlandse bestedingen exclusief voorraad- wijziging	2,6	2,9	2,6	3,3	1,5	1,2	1,0
Brutovorming van vast kapitaal door de onder- nemingen	6,0	6,3	1,0	3,3	1,4	0,2	0,2
<i>p.m. Exclusief aankoop van overheidsgebouwen</i>					(0,7)	(0,2)	(0,2)
Consumptieve bestedingen van de particulieren	2,0	2,9	2,1	3,8	1,6	1,4	1,0
Woongebouwen	10,5	0,0	5,7	0,9	1,8	0,5	0,5
Consumptieve bestedingen van de overheid ...	0,3	1,5	3,2	2,5	2,3	0,9	1,6
Brutovorming van vast kapitaal door de overheid	3,1	0,3	16,0	1,5	-14,1	5,4	5,4
<i>p.m. Exclusief verkoop van overheidsgebouwen</i>					(-8,5)	(4,9)	(4,9)
Bbp	3,6	2,2	3,0	4,0	1,0	1,1	1,0

Bronnen: INR, NBB.

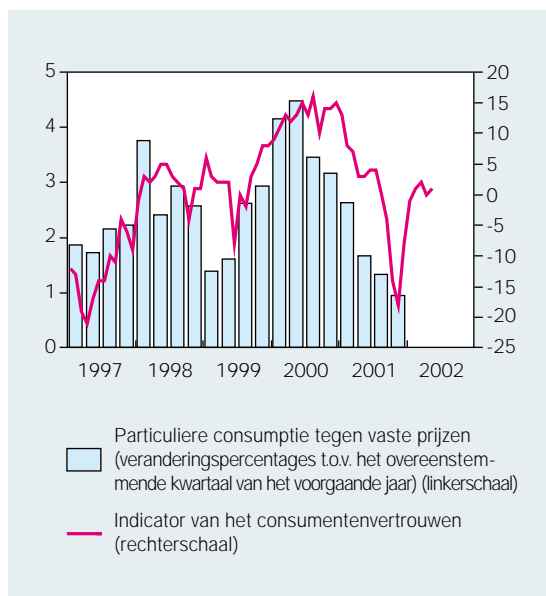
¹ Bijdrage tot de groei van het bbp.² Inclusief de louter boekhoudkundige effecten van de sectorwijziging van de openbare radio- en televisie maatschappijen.

gingen ze immers met 1,4 pct. in de hoogte, wat echter deels het gevolg was van buitengewone aankopen van overheidsgebouwen door particuliere ondernemingen. Afgezien van deze transacties kwam de stijging vorig jaar op 0,7 pct uit. Voor 2002 worden opnieuw, voor zowat hetzelfde bedrag als vorig jaar, dergelijke verkopen in het vooruitzicht gesteld. De voor dit jaar verwachte geringe groei van de investeringen wordt derhalve door die operaties niet beïnvloed. Hij geeft de voorzichtigheid weer waarvan de ondernemingen bij hun investeringsprojecten nog steeds blijf geven als gevolg van het ongunstige verloop, en dat reeds voor het tweede jaar op rij, van de totale finale vraag en van de aanhoudende onzekerheid omtrent de omvang van het economische herstel. Bovendien zou de rentabiliteit van de ondernemingen, die reeds in 2001 onder de conjunctuurvertraging heeft geleden, dit jaar niet verbeteren. De interne financieringsmogelijkheden zouden daardoor worden beperkt, terwijl ook de voorwaarden voor externe financiering via bankkrediet de laatste maanden

minder gunstig zijn geworden wegens de tijdens de afgelopen maanden opgetekende stijging van de rente voor investeringskredieten. De kapitaalkosten daarentegen zijn in 2001 lager gebleven dan die van de factor arbeid, en dat zal ook dit jaar wellicht het geval blijven.

De indicator van het consumentenvertrouwen is eind 2001 en begin dit jaar fors gestegen en stabiliseerde zich vervolgens op een niveau dat vrij nauw aansluit bij dat van medio vorig jaar. Dit is een bemoedigend teken dat voor 2002 een herstel van de gezinsconsumptie laat vermoeden. De jaarlijkse gemiddelde groei van de particuliere consumptie zou 1,4 pct. bedragen, tegen 1,6 pct. in 2001, ondanks een lichte versnelling van de koopkracht.

In nominale termen uitgedrukt, zou het beschikbare inkomen van de particulieren met 3,8 pct. groeien, tegen 3,9 pct. in 2001. Het primaire inkomen zou in 2002 langzamer toenemen dan in 2001, voornamelijk door de tragere

GRAFIEK 8 – PARTICULIERE CONSUMPTIE EN CONSUMENTENVERTROUWEN

Bronnen: INR, NBB.

werkgelegenheidscreatie. De stijging van de door de particulieren betaalde netto-overdrachten zou nog sterker afnemen, voornamelijk als

gevolg van verschillende maatregelen ter verlichting van de belastingdruk.

In totaal zou de spaarquote van de gezinnen, die in 2001 stabiel was gebleven, dit jaar met 0,4 procentpunt toenemen tot 15,3 pct. De ontwikkelingen tijdens deze laatste twee jaar volgen op een daling van de spaarquote met 6,3 procentpunten tussen 1993 en 2000. Tijdens die periode zouden de particulieren er in hun consumptiegedrag reeds rekening mee hebben gehouden dat hun toekomstige inkomens fors zouden stijgen dan het lopende beschikbare inkomen, wegens onder meer de structurele verbetering van de overheidsfinanciën. Als deze laatste, net als in 2002, daadwerkelijk aanleiding geeft tot een verlichting van de belastingdruk, komt de supplementaire stijging van het beschikbare inkomen althans gedeeltelijk tot uiting in een vermeerdering van het sparen, eerder dan in een toename van de consumptie.

De investeringen van de particulieren in woongebouwen zouden dit jaar slechts in geringe mate toenemen, nl. met 0,5 pct. Samen met de

TABEL 4 – BRUTO BESCHIKBAAR INKOMEN VAN DE PARTICULIEREN TEGEN WERKELIJKE PRIJZEN

(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 r	p.m. 2002 r ³
Bruto primair inkomen	3,4	3,6	3,6	5,1	4,0	3,3	3,3
waarvan:							
Lonen en salarissen	4,0	3,5	4,9	5,4	4,9	4,3	4,3
Werkgelegenheid	1,0	1,7	1,9	2,0	1,5	0,4	0,4
Loon per persoon	2,9	1,8	3,1	3,2	3,4	3,8	3,8
Betaalde lopende overdrachten ¹	6,7	5,6	4,1	7,6	4,6	1,2	3,0
Bruto beschikbaar inkomen	2,7	3,1	3,4	4,6	3,9	3,8	3,4
p.m. Tegen vaste prijzen ²	0,8	1,9	2,4	2,3	1,6	1,8	1,4
Consumptieve bestedingen van de particulieren ...	3,9	4,2	3,2	6,1	3,9	3,4	3,0
p.m. Tegen vaste prijzen	2,0	2,9	2,1	3,8	1,6	1,4	1,0
Spaarquote	17,0	16,0	16,2	14,9	14,9	15,3	15,3

Bronnen: INR, NBB.

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

² Gegevens gedeïfleerd aan de hand van de deflator van de consumptieve bestedingen van de particulieren.

³ Cijfers die rekening houden met de louter boekhoudkundige effecten van de sectorwijziging van de openbare radio- en televisieomroepingsmaatschappijen.

verslechtering van het algemene conjunctuurklimaat werd vorig jaar immers een daling opgetekend van de indicator van het volume definitief aan architecten toegewezen bouwplannen wat, rekening houdende met de termijn die verloopt vóór woningen werkelijk in aanbouw worden genomen – en die op drie kwartalen wordt geraamd –, in 2002 een neerwaartse druk zou uitoefenen op het verloop van de bestedingen voor woongebouwen.

De consumptieve bestedingen van de overheid zouden dit jaar met 0,9 pct. in de hoogte gaan, tegen 2,3 pct. vorig jaar, onder invloed van met name een forse vertraging in de toename van de uitgaven voor gezondheidszorg. De overheidsinvesteringen daarentegen zouden dit jaar met 4,9 pct. stijgen, na hun vrij sterke daling van vorig jaar.

Al met al zou de bbp-groei in 2002 op iets meer dan 1 pct. uitkomen, een resultaat vergelijkbaar met dat van 2001, en dit ondanks de versteviging van de activiteit gedurende het hele jaar. Het bbp-verloop op jaarbasis zal in 2002 immers worden beïnvloed door een bijzonder ongunstig overloopeffect, dat toe te schrijven is aan het kwartaalprofiel van vorig jaar.

2.3 WERKGELEGENHEID

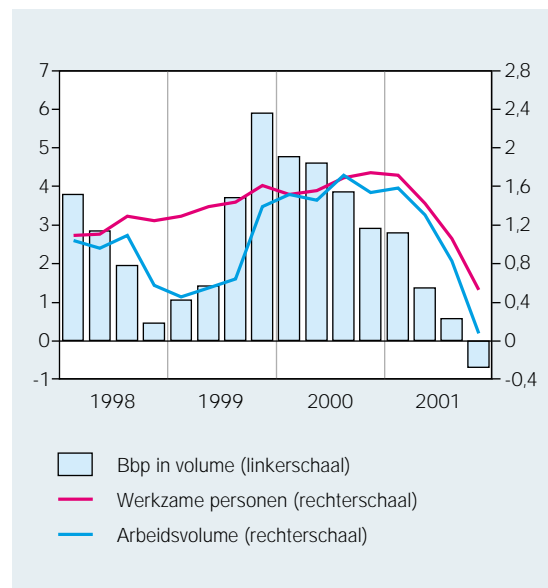
Het activiteitsverloop werkt doorgaans met enkele maanden vertraging door in de arbeidsmarkt. Zo bleef het werkgelegenheidsbeloop begin 2002 de gevolgen ondervinden van de zware conjunctuurinzinking tijdens het afgelopen jaar. De in 2001 ingezette vertraging van de werkgelegenheidsgroei zou voortduren tot het derde kwartaal van 2002, dat qua werkgelegenheid het begin van een conjunctuuromslag zou inluiden. Vanaf het najaar zou de werkzame bevolking op jaarbasis immers opnieuw sneller gaan groeien dankzij de geleidelijke opleving van de economische activiteit. Gemiddeld zou de groei van de werkgelegenheid in 2002 beperkt blijven tot 0,3 pct., tegen

een stijging met 1,2 pct. vorig jaar. Uitgedrukt in aantal personen, zouden netto 13.000 banen worden gecreëerd, tegen 46.000 in 2001.

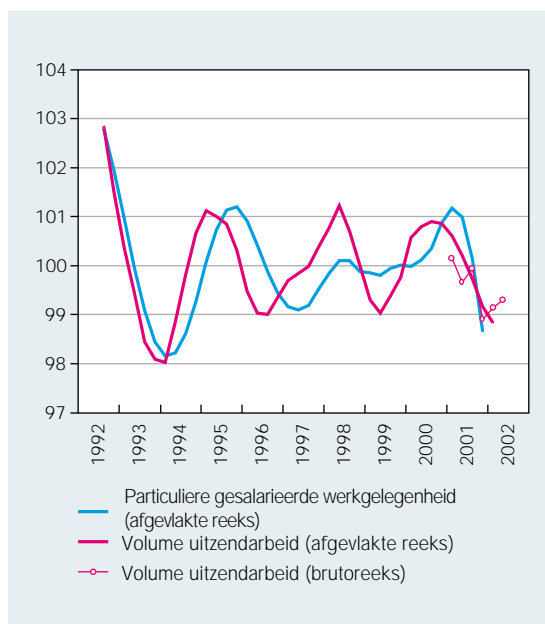
Vanwege de met indienstneming of ontslag gepaard gaande kosten passen de ondernemingen hun personeelsbestand slechts geleidelijk aan het activiteitsverloop aan. Toch beschikken ze over verschillende mogelijkheden om hun arbeidsvolume snel aan te passen, bijvoorbeeld overuren, deeltijd- of uitzendarbeid. Alles wijst erop dat de werkgevers deze vormen van flexibele arbeid in de loop van 2002 zullen blijven toepassen. Zodoende zou de gemiddelde arbeidsduur per werknemer totaal beschouwd afnemen ten opzichte van 2001, waardoor het ingezette arbeidsvolume beter het conjunctuurklimaat zou weerspiegelen. Rekening houdende met de verwachte uitbreiding van het personeelsbestand, zou het totale aantal gewerkte uren in 2002 met slechts 0,1 pct. toenemen.

GRAFIEK 9 – VERLOOP VAN DE ECONOMISCHE ACTIVITEIT EN DE WERKGELEGENHEID

(kwartaalgemiddelden, veranderingspercentages t.o.v. overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, MTA, NIS, RVA, NBB.

GRAFIEK 10 – CONJUNCTUURCOMPONENTEN VAN DE UITZENDARBEID EN DE GESALARIEERDE WERKGELEGENHEID IN DE PARTICULIERE SECTOR¹(kwartaalgegevens², gemiddelde = 100)

Bronnen: INR, Federgon.

¹ De conjunctuurcomponenten van de reeksen zijn bepaald door de seizoeninvloeden uit te schakelen aan de hand van het Tramo-Seatsprogramma, en de trendcomponent door middel van de Hodrick-Prescott-filter. De aldus verkregen conjunctuurcomponent van elke reeks wordt genormaliseerd, zodat het gemiddelde en de standaardafwijking voor elke reeks identiek zijn.

² In de brutoreeks heeft het cijfer van het tweede kwartaal van 2002 betrekking op de maand april.

De door het verbeterde ondernemingsklimaat aangekondigde opleving op de arbeidsmarkt lijkt te worden bevestigd door het recente verloop van de uitzendarbeid. Deze variabele is immers een vooruitlopende indicator voor de toekomstige ontwikkeling van de gesalarieerde werkgelegenheid in de particuliere sector. De relatie wordt duidelijk door een vergelijking te maken tussen de respectieve conjunctuurcomponenten van het volume door uitzendkrachten gewerkte uren en die van de gesalarieerde werkgelegenheid in de particuliere sector. Uit de grafische voorstelling van de twee chronologische reeksen blijkt dat hun profielen erg gelijklopend zijn. Bovendien lijken de keerpunten van de uitzendcyclus die van de conjunctuurcomponent van de werkgelegenheid met gemiddeld één à twee kwartalen vooraf te gaan. De conjuncturomslag die zich tijdens het eerste kwartaal van 2002 in de uitzendarbeid lijkt af te tekenen, zou in de loop van de volgende maanden moeten worden bevestigd; in het tweede halfjaar zal dan wellicht een omslag in de werkgelegenheid volgen.

De geringe werkgelegenheidscreatie zal waarschijnlijk onder de voor dit jaar voorziene stijging van het arbeidsaanbod blijven. De beroepsbevolking,

TABEL 5 – WERKGELEGENHEID EN WERKLOOSHEID

(jaargemiddelden, jaar-op-jaar veranderingspercentages, tenzij anders vermeld)

	1998	1999	2000	2001	2002	p.m. 2002 ⁴
Werkgelegenheid						
Werkzame personen	1,2	1,4	1,6	1,2	0,3	0,3
waarvan loontrekkenden uit de particuliere sector	1,8	2,0	2,1	1,7	0,3	0,1
Arbeidsvolume	0,9	0,7	1,6	1,0	0,1	0,1
waarvan loontrekkenden uit de particuliere sector	1,6	1,2	2,2	1,5	0,1	-0,2
Werkloosheid						
Niet-werkende werkzoekenden ^{1 2}	-29	-33	-33	-2	19	19
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad ³	9,3	8,6	6,9	6,6	6,8	6,8

Bronnen: EC, INR, MTA, NIS, RVA, NBB.

¹ Volledig uitkeringsgerechtigde werklozen en andere verplicht of vrijwillig ingeschreven werkzoekenden, ongerekend de andere werklozen, jaarlijkse veranderingen in duizenden personen.

² Om een breuk in de reeksen te vermijden, is geen rekening gehouden met de recente wijzigingen van de FOREM en de BGDA in hun respectieve boekingsmethoden voor werkzoekenden teneinde zich aan de methodologie van de VDAB aan te passen.

³ Werkloosheid in procenten van de beroepsbevolking, geharmoniseerde enquêtegegevens.

⁴ Cijfers die rekening houden met de louter boekhoudkundige effecten van de sectorwijziging van de openbare radio- en televisieomroepingsmaatschappijen.

die bestaat uit de mensen die werken of willen werken, zou in 2002 blijven groeien, met een netto-inbreng van zowat 32.000 personen. Die nieuwe stijging zou vooral te maken hebben met de regularisatie van het statuut van tal van illegalen die zich op de arbeidsmarkt hebben begeven. Gezien het structureel hoge aantal vacatures, blijft de kloof tussen de kwalificaties van de werkzoekenden en de door de ondernemingen gezochte profielen een belangrijke bron van werkloosheid. Het voor de werkgelegenheid ongunstige conjunctuurklimaat zou echter eveneens tot uiting komen in het verloop van het aantal werklozen. De in het vierde kwartaal van 2001 ingezette klim van het aantal niet-werkende werkzoekenden, of het arbeidsaanbod dat door de arbeidsvraag vanwege de ondernemingen niet wordt vervuld, zou in 2002 verder oplopen met 19.000 eenheden. Bovendien zijn nieuwe werklozen tussen 50 en 55 jaar verplicht zich vanaf het midden van het jaar te laten inschrijven als werkzoekende. Om aanspraak te kunnen maken op een uitkering, zouden de zogenoemde «oudere werklozen» dus verplicht worden een baan te zoeken en aldus geleidelijk opnieuw in de officiële werkloosheidsstatistieken en, vandaar, in de beroepsbevolking worden opgenomen. In 2002 zou de geharmoniseerde werkloosheidsgraad, vastgesteld op basis van enquêtegegevens, 6,8 pct. van de beroepsbevolking vertegenwoordigen; vorig jaar was dat 6,6 pct., het laagste cijfer van de afgelopen tien jaar.

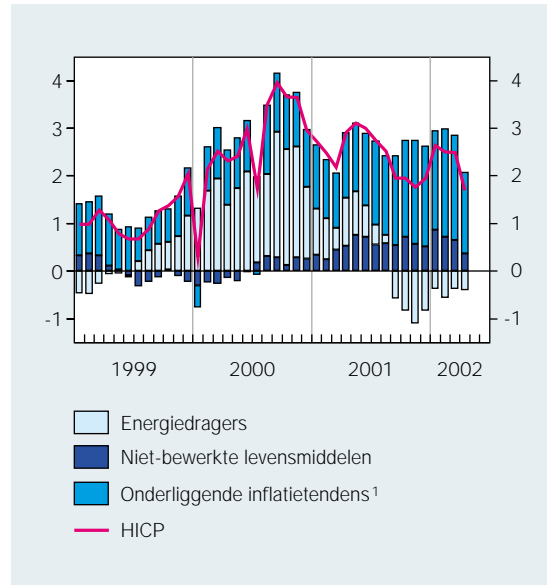
3. PRIJZEN EN KOSTEN

3.1 PRIJZEN

De inflatie gemeten aan de hand van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) steeg van ongeveer 1 pct. begin 1999 tot bijna 4 pct. in het najaar van 2000, vooral onder impuls van de hogere oliepijzen waarvan de impact nog in de hand werd gewerkt door de depreciatie van de euro. Ook al liep de inflatie nadien terug, in mei 2001 bereikte ze een nieuwe piek. Daaraan

GRAFIEK 11 – BIJDAGEN VAN DE COMPONENTEN AAN DE TOTALE INFLATIE

(procentpunten)



Bronnen: EC, NBB.

¹ Totale HICP met uitzondering van de prijsveranderingen van niet-bewerkte levensmiddelen en de energiedragers.

ten grondslag lag naast het prijsverloop van de energiedragers, ook dat van de niet-bewerkte levensmiddelen. De prijzen van groenten en fruit ondergingen de weerslag van de ongunstige weersomstandigheden, terwijl vlees fors duurder werd als gevolg van de ziektes bij de veestapel. Tijdens de tweede helft van 2001 liep de inflatie, samen met het prijsverloop van de energiedragers, sterk terug.

In januari 2002 trok de inflatie weer fors aan tot 2,6 pct., in de eerste plaats opnieuw als gevolg van de weersgebonden prijsstijgingen voor, met name, groenten. De inflatieopstoot tijdens het eerste kwartaal van 2002 is echter naar alle waarschijnlijkheid van tijdelijke aard. De forse daling van 2,5 pct. in maart tot 1,7 pct. in april zet aan deze hypothese kracht bij.

Ruim een derde van de in april opgetekende daling is toe te schrijven aan de afschaffing van het kijk- en luistergeld in Vlaanderen en Brussel, dat zowel in de HICP als in de nationale CPI

TABEL 6 – BELGISCHE HICP*(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar)*

	Totaal	Energie- dragers	Niet- bewerkte levens- middelen ¹	Onder- liggende inflatie- tendens ²				p.m. Gezond- heids- indexcijfer ³
					Bewerkte levens- middelen	Niet- energetische industriële goederen	Diensten	
1996	1,8	5,7	0,7	1,4	0,8	0,6	2,5	1,7
1997	1,5	3,1	2,7	1,1	2,3	0,1	1,7	1,3
1998	0,9	-3,6	2,2	1,4	1,4	0,7	2,1	1,3
1999	1,1	2,0	0,0	1,1	0,6	0,8	1,8	0,9
2000	2,7	16,3	0,2	1,1	1,3	0,0	2,3	1,9
2001	2,4	1,4	6,9	2,1	2,2	2,0	2,1	2,7
2002 r	1,7	-2,5	3,3	2,0	n.	n.	n.	1,9
2002								
Januari	2,6	-3,3	10,4	2,6	2,4	2,1	3,1	3,2
Februari	2,5	-5,1	8,7	2,8	2,1	2,2	3,7	3,0
Maart	2,5	-3,5	7,9	2,7	1,8	2,1	3,7	3,0
April	1,7	-3,6	4,2	2,2	1,5	2,1	2,6	2,0
Eerste vier maanden	2,3	-3,9	7,7	2,6	1,9	2,1	3,3	2,8

Bronnen: EC, MEZ, NBB.

¹ Fruit, groenten, vlees en vis.² HICP ongerekend de prijzen van niet-bewerkte levensmiddelen en energiedragers.³ Nationale consumptieprijsindex ongerekend de prijzen van producten die schadelijk worden geacht voor de gezondheid, namelijk tabak, alcoholhoudende dranken, benzine en diesel.

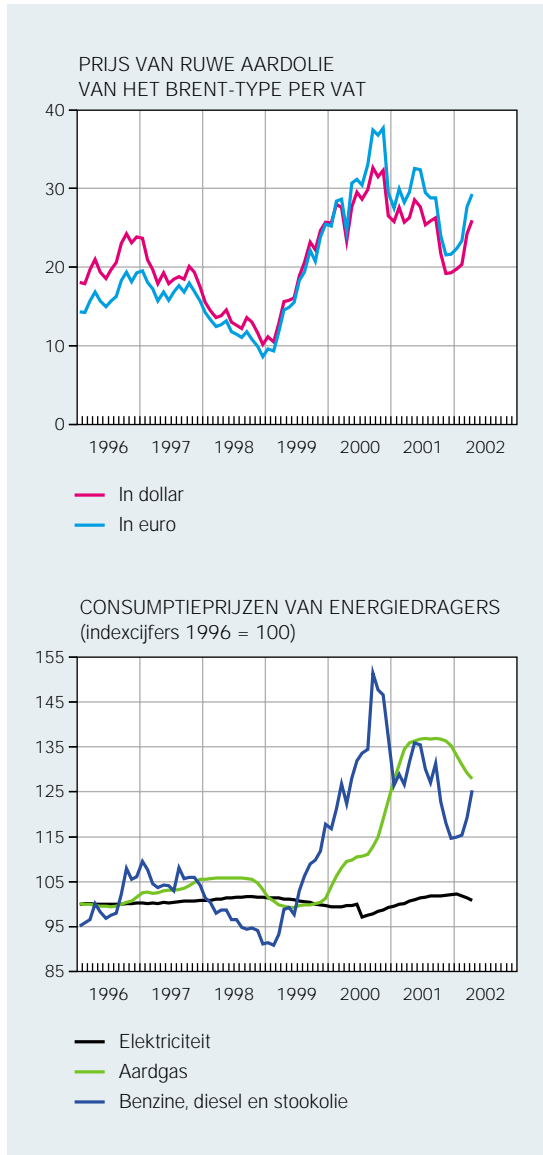
en het daarvan afgeleide gezondheidsindexcijfer opgetekend wordt bij de diensten. De afschaffing werd voor de helft in april verrekend, terwijl de andere helft in oktober zal worden opgenomen. Dat zijn inderdaad de maanden waarin het kijk- en luistergeld werd betaald. Hierdoor werd de HICP in april ten belope van zowat 0,3 procentpunt neerwaarts beïnvloed, en zal hij in oktober een additionele neerwaartse impact van identieke omvang ondergaan. Uiteraard zal dit, ceteris paribus, tijdens het laatste kwartaal van 2002 tot een verdere daling van de inflatie leiden.

Daarnaast liet het prijsstijgingstempo voor niet-bewerkte levensmiddelen in april een forse vertraging optekenen. Dat kwam, enerzijds, doordat de in januari uitzonderlijk gestegen groenten-

prijzen naar een meer normaal niveau terugkeerden en er, anderzijds, sterke basiseffecten waren waardoor de forse, in de loop van 2001 opgetekende prijsstijgingen geleidelijk uit de inflatiecijfers van 2002 verdwijnen. Vooral op grond van deze laatste factor mag in de loop van dit jaar een verdere vertraging worden verwacht.

De energiedragers werkten begin 2002 de vertraging van de inflatie niet langer in de hand, ook al lagen hun prijzen in april nog ruim 3 pct. lager dan een jaar eerder. Tegenover februari 2002 stegen de prijzen voor benzine, diesel en stookolie zelfs vrij fors, aangezien de prijs voor een vat ruwe aardolie van het type Brent aantrok van zowat 20 dollar tijdens de eerste twee maanden van het jaar tot bijna 26 dollar in april. Sedert de jaarwisseling zijn de consumentenprijzen voor

GRAFIEK 12 – CONSUMPTIEPRIJZEN VAN ENERGIEDRAGERS¹ EN PRIJS VAN RUWE AARDOLIE



Bronnen: EC, NBB.

¹ Gemeten aan de hand van de HICP.

gas en elektriciteit evenwel neerwaarts gericht. Wat het gas betreft, komt dat in de eerste plaats doordat de consumentenprijs ervan met vertraging het prijsverloop van ruwe aardolie volgt, terwijl de elektriciteitsprijs vooral de weerslag ondervond van de tariefreducties voor consumentief gebruik waartoe in december 2001 door het Controlecomité voor de Elektriciteit en het Gas werd besloten. De impact van deze tariefreducties

op de totale inflatie zou in 2002 ongeveer 0,1 procentpunt bedragen. Niettegenstaande de hypothese van een geringe daling van de Brentprijs tot 25 dollar aan het einde van het jaar, zal de jaar-op-jaar verandering voor de energiecomponent van de HICP vanaf oktober vermoedelijk opnieuw positief zijn, dit als gevolg van basiseffecten. Uiteraard is het toekomstige prijsverloop van de energiedragers, gelet op de gespannen situatie op de oliemarkt, erg onzeker.

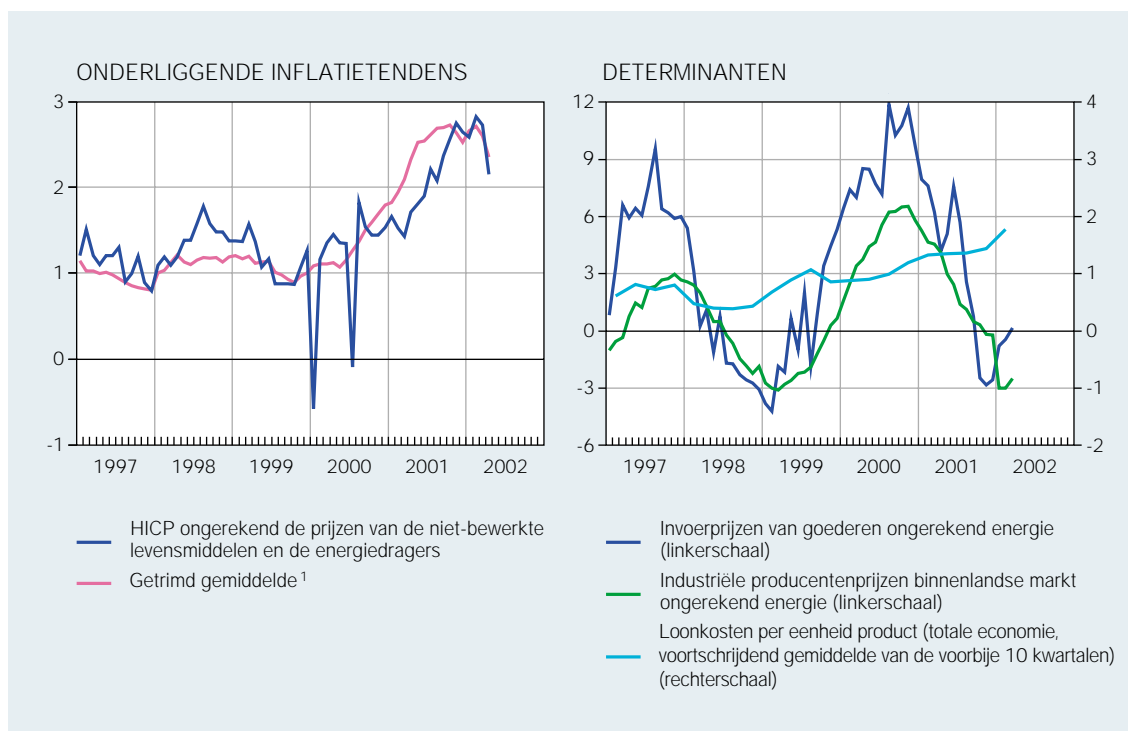
De onderliggende inflatietendens was in 2000 en 2001 duidelijk stijgend. Naast de opwaartse druk op de prijzen als gevolg van de in 1999 en 2000 heersende hoogconjunctuur en de depreciatie van de euro, weerspiegelde dat profiel de indirecte gevolgen van de prijsstijgingen voor energiedragers en niet-bewerkte levensmiddelen. Wellicht had ook de invoering van de euro een opwaartse invloed, die naar alle waarschijnlijkheid tot zowat 0,2 procentpunt beperkt zou zijn gebleven¹. Na een versnelling tot 2,8 pct. in februari 2002, liep het stijgingstempo van de HICP, ongerekend de prijzen van niet-bewerkte levensmiddelen en energiedragers, aanzienlijk terug tot 2,2 pct. in april, wat een iets sterkere daling is dan die welke louter het resultaat is van de afschaffing van het kijk- en luistergeld. Het zogeheten getrimde gemiddelde, dat voor elke maand op flexibele wijze extreme prijsveranderingen – ook die welke met de afschaffing van het kijk- en luistergeld gepaard ging – buiten beschouwing laat, was reeds tevoren enigszins neerwaarts gericht en bleef in april verder dalen.

Er mag worden aangenomen dat de onderliggende inflatietendens tijdens de rest van het jaar neerwaarts gericht zal blijven, zelfs indien het additionele effect van de afschaffing, in oktober, van het kijk- en luistergeld buiten beschouwing wordt gelaten.

¹ Zie het artikel «Effecten van de overgang naar de chartale euro op de inflatie» in dit nummer van het Economisch Tijdschrift.

GRAFIEK 13 – ONDERLIGGENDE INFLATIETENDENS

(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)



Bronnen: EC, INR, NBB.

¹ Gemeten aan de hand van de componenten van de nationale CPI, volgens de *JB-Monthly estimator*, besproken in Aucremanne L. (2000), *The use of robust estimators as measures of core inflation*, National Bank of Belgium Working Papers – Research Series, N° 2 (March).

Deze verwachte daling heeft te maken met het wegebben van de indirecte gevolgen van de prijsschokken die zich in 2000 en 2001 hebben voorgedaan, met de aanzienlijke vertraging – in 2001 – van het stijgingstempo van de invoerprijzen en de industriële producentenprijzen die doorgaans met enige vertraging doorwerken in de consumentenprijzen, alsook met de huidige conjuncturele situatie die nauwelijks enige druk op de prijzen zou veroorzaken. Het in vergelijking met de periode vóór 1999 versnelde verloop van de loonkosten per eenheid product, dat via de indexering deels het gevolg is van de toename van de inflatie in 2000 en 2001, remt echter het dalingspotentieel van de inflatie. Dat geldt zeker voor de diensten, de inflatiecomponent die het sterkst door de loonkosten wordt bepaald. De verwachte daling zou dan ook het sterkst voelbaar zijn bij de niet-energetische

industriële goederen en bij de bewerkte levensmiddelen. Bij deze laatste productcategorie was de inflatie begin 2002 al sterk teruggelopen, wat wellicht voor een deel te maken had met het uitdoven van de indirecte prijseffecten van de voedselcrisis.

Op jaarbasis zou de inflatie teruglopen van 2,4 pct. in 2001 tot 1,7 pct. in 2002. De toename van het gezondheidsindexcijfer zou 1,9 pct. bedragen, tegen 2,7 pct. vorig jaar. Daarmee komt zij net als in 2001, maar anders dan in 1999 en 2000, ietwat hoger uit dan de inflatie zelf. Deze verschillen – zowel in opwaartse als in neerwaartse zin – hebben in de eerste plaats te maken met het divergerende prijsverloop van de energiedragers die niet in het gezondheidsindexcijfer zijn opgenomen, namelijk benzine en diesel.

3.2 LOONKOSTEN

Het verloop van de loonkosten voor de ondernemingen wordt dit jaar, net als vorig jaar, grotendeels bepaald door de loonakkoorden die in de eerste helft van 2001 zijn afgesloten alsook door de automatische koppeling van de lonen aan het gezondheidsindexcijfer; die twee vormen samen de conventionele loonsverhogingen. Over de loonakkoorden werd in de paritaire comités onderhandeld in het kader van het centrale akkoord van december 2000 en met in het achterhoofd de op dat ogenblik verwachte indexeringen en loondrift. De sociale gesprekspartners hadden er zich toe verbonden rekening te houden met de door de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven berekende ruimte voor een verhoging van de uurloonkosten. Die bedroeg voor de periode 2001-2002 in totaal 6,4 pct. Krachtens het centrale akkoord waren de sectoren die uitzonderlijke prestaties hadden neergezet, echter gemachtigd extra loonsverhogingen toe te kennen, op voorwaarde dat deze grotendeels eenmalig waren en dat de totale groei van de uurloonkosten in deze sectoren over de periode 2001-2002 niet boven de 7 pct. zou uitkomen.

De reële loonsverhogingen die in de verschillende paritaire akkoorden zijn goedgekeurd, zouden dit jaar op de uurloonkosten een impact van 1,3 pct. hebben, tegen 0,8 pct. vorig jaar. Dit komt doordat de onderhandelingen in vele paritaire comités pas omstreeks het einde van de eerste helft van 2001 werden afgerond, en de meeste toegekende verhogingen geconcentreerd waren aan het begin van 2002.

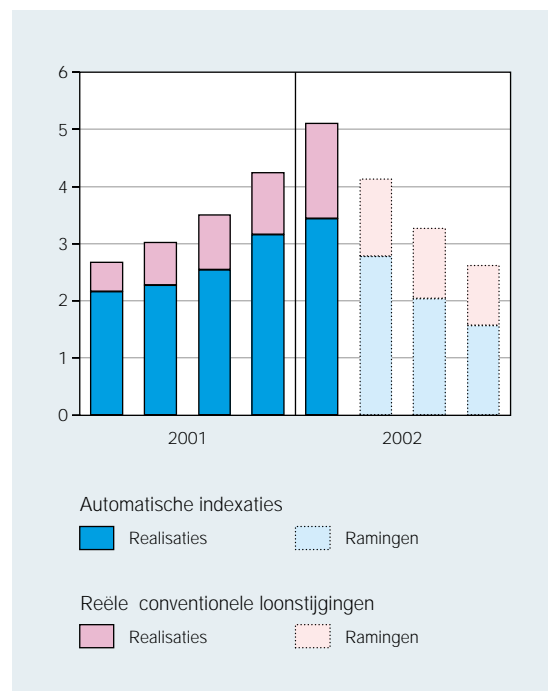
De automatische prijsindexeringen van de lonen zouden in 2002 goed zijn voor een impact van 2,5 pct. op de uurloonkosten, dat is evenveel als vorig jaar. Door het verloop van het gezondheidsindexcijfer, enerzijds, en door de vertragingen die in de verschillende indexeringsmechanismen zijn ingebouwd, anderzijds, bleken de indexeringen het sterkst in het laatste kwartaal van 2001 en in het eerste kwartaal van 2002; naar het einde

van dit jaar toe zouden ze ietwat afzwakken. Vermits zowel de in de CAO's afgesproken reële loonsverhogingen als de indexeringen hun grootste impact hebben in het eerste kwartaal van 2002, laten de totale conventionele verhogingen ten opzichte van het eerste kwartaal van 2001 dan ook een piek van meer dan 5 pct. optekenen.

De verlaging van de aan de overheid betaalde werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid zou de groei van de loonkosten dit jaar nog met 0,1 procentpunt drukken, tegen 0,4 procentpunt vorig jaar. Het pakket structurele lastenverlagingen, dat in 1999 werd ingevoerd ter vervanging van de Maribel-steun en de maatregel voor de lage lonen, en dat bovendien een ruimer toepassingsgebied heeft dan de zopas vermelde maatregelen, heeft immers reeds vorig jaar zowat zijn volledige impact gehad op de loonkostengroei.

GRAFIEK 14 – CONVENTIONELE LONEN¹

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



Bronnen: MTA, NBB.

¹ Reële CAO-loonstijgingen toegekend door de paritaire comités en automatische prijsindexeringen voor arbeiders en bedienden in de ondernemingen.

TABEL 7 – LOONKOSTEN IN DE ONDERNEMINGEN¹*(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 r
Loonkosten per uur	2,6	2,1	4,2	3,4	3,5	3,9
Verhogingen als gevolg van:						
Automatische prijsindexeringen	1,5	1,2	1,1	1,5	2,5	2,5
Reële CAO-loonstijgingen	0,2	0,7	0,5	1,3	0,8	1,3
Aan de overheid betaalde sociale-zekerheidsbijdragen van de werkgevers ²	-0,1	0,2	-0,6	-0,6	-0,4	-0,1
Overige ³	0,9	0,0	3,0	1,2	0,5	0,3
<i>Verandering in werktijd per voltijds equivalent² ...</i>	<i>0,6</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,5</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,1</i>
Loonkosten per voltijds equivalent	3,2	2,3	4,1	3,9	3,0	3,9
<i>Verandering in deeltijdarbeid²</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,1</i>
Loonkosten per werknemer	3,0	1,9	3,4	3,5	3,1	3,8
<i>Productiviteit per werkzaam persoon</i>	<i>3,6</i>	<i>1,3</i>	<i>2,0</i>	<i>3,1</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,9</i>
Loonkosten per eenheid product	-0,7	0,6	1,3	0,4	3,5	2,9

Bronnen: MTA, INR, NIS, RVA, NBB.

¹ Particuliere en overheidsondernemingen.² Bijdrage tot de toename van de loonkosten.³ Loonstijgingen toegekend op het niveau van de ondernemingen bovenop de sectorale collectieve overeenkomsten, andere dan aan de overheid betaalde sociale bijdragen, de loondrift door een gewijzigde werkgelegenheidsstructuur en vergissingen en weglatingen.

Daarnaast zou de loondrift in 2002 relatief laag uitvallen, namelijk 0,3 pct. tegenover 0,5 pct. in 2001. Enerzijds zouden door de vertraging van de economische groei, en door de gevolgen daarvan voor de arbeidsmarkt, de ondernemingen minder geneigd zijn om bovenop de sectorale akkoorden loonsverhogingen of premies toe te kennen. Anderzijds zorgen sommige beleidsmaatregelen – b.v. het startbanenplan – voor de creatie van lager dan gemiddeld betaalde banen, wat de algemene loonkostengroei drukt.

Alles bij elkaar zouden de loonkosten per gewerkt uur in de ondernemingen dit jaar met 3,9 pct. toenemen, tegen 3,5 pct. vorig jaar. Gecumuleerd over de periode 2001-2002 levert dit een loonkostengroei van 7,5 pct. op, wat méér is dan de tevoren door de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven geraamde ruimte.

Als gevolg van een groter beroep op het stelsel van de tijdelijke werkloosheid, zou de gemiddelde

werktijd van een voltijds werknemer, die zeer moeilijk in te schatten is vermits er nauwelijks statistische gegevens over beschikbaar zijn, dit jaar met 0,1 pct. worden verkort. In deze periode van relatief lage economische groei blijken de ondernemingen dit stelsel meer toe te passen. Hierdoor zouden de loonkosten per voltijds equivalent met 3,9 pct. groeien, tegen 3 pct. in 2001. Doordat de opmars van de deeltijdarbeid enigszins blijkt te stagneren, zouden de loonkosten per werknemer nagenoeg even snel groeien als die per voltijds equivalent, namelijk met 3,8 pct., tegen 3,1 pct. vorig jaar.

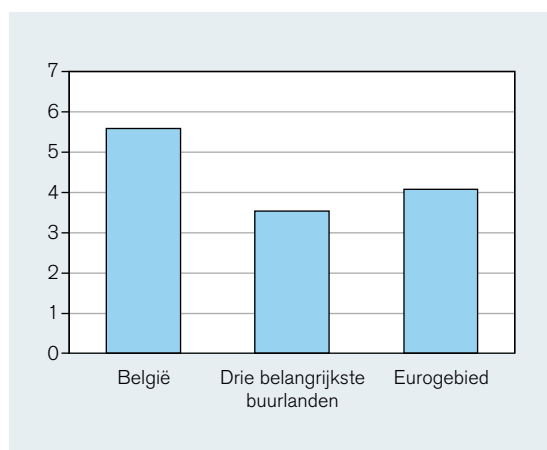
De vermindering van de werktijd per voltijds equivalent, maar vooral de relatief lage economische groei, drukken de reële toegevoegde waarde per werknemer in de ondernemingen. Aldus uitgedrukt, zou de arbeidsproductiviteit in 2002 met slechts 0,9 pct. toenemen, nadat ze in 2001 zelfs met 0,3 pct. was gedaald. Hierdoor zouden de loonkosten per eenheid

product stijgen met 2,9 pct., na de reeds sterke stijging met 3,5 pct. vorig jaar.

Bij onze buurlanden zou de arbeidsproductiviteit, net als de uurloonkosten, een gunstiger verloop laten optekenen; in België zou de minder sterke groei van de productiviteit tijdens deze periode grotendeels te verklaren vallen door de relatief trage reactie van de werkgelegenheid op de verzwakking van de economische groei. Deze twee opeenvolgende jaren van aanzienlijke stijgingen van de stukloonkosten hebben het concurrentievermogen van de Belgische ondernemingen wellicht aangetast. Uit ramingen van de OESO blijkt inderdaad dat deze bedrijfskosten, zoals de vorige jaren, in onze drie belangrijkste buurlanden en in het eurogebied als geheel minder snel zijn gestegen dan bij ons. De OESO raamt de groei van de loonkosten per eenheid product in de ondernemingen over de periode 2001-2002 op bijna 6 pct. voor België, wat ongeveer 2 procentpunten meer is dan het gemiddelde voor de drie belangrijkste buurlanden en het eurogebied.

GRAFIEK 15 – STUKLOONKOSTEN¹ IN BELGIË, DE DRIE BELANGRIJKSTE BUURLANDEN² EN HET EUROGEBIED

(gecumuleerde veranderingspercentages over de periode 2001-2002)



Bron: OESO.

¹ Loonkosten per eenheid product in de ondernemingen.

² Gemiddelde voor Duitsland, Frankrijk en Nederland, gewogen aan de hand van het bbp.

4. OVERHEIDSFINANCIËN

4.1 FINANCIERINGSBEHOEFTE

Voor het eerst sinds er min of meer betrouwbare statistieken beschikbaar zijn, vertoonde de overheidsrekening in 2000 een begrotingsevenwicht. Hierdoor werd het begrotingsdeficit twee jaar vroeger dan gepland in het stabiliteitsprogramma van eind 1999 weggewerkt.

Rekening houdende met de nog steeds hoge overheidsschuld en de vergrijzing van de bevolking die steeds zwaarder op de overheidsfinanciën gaat wegen, mag het bereiken van een begroting in evenwicht evenwel niet het eindpunt van het consolidatieproces zijn. Daarom heeft de overheid er zich in het stabiliteitsprogramma van december 2000 toe verbonden geleidelijk een klein structureel overschot op te bouwen dat tegen 2005 zowat 0,7 pct. bbp zou moeten belopen.

Voor 2001 werd in het stabiliteitsprogramma gemikt op een overschot van 0,2 pct. bbp, zonder rekening te houden met de uitzonderlijke opbrengst uit de verkoop van de UMTS-licenties. Door de tegenvallende conjunctuur zou de overheidsrekening, volgens de voorlopige gegevens van de nationale rekeningen, een beperkt overschot laten optekenen van 0,2 pct. bbp met inbegrip van de uitzonderlijke opbrengsten, of een evenwicht zonder met deze laatste rekening te houden.

Ondanks het voorziene krachtige herstel van de economische activiteit in de loop van 2002, zou de groei op jaarbasis, voor het tweede jaar op rij, toch beduidend onder de trendgroei liggen. Bij de begrotingscontrole van maart 2002 is de regering uitgegaan van een vrij vergelijkbaar macro-economisch kader en heeft zij, gelet op de tegenvallende conjunctuur, besloten op een begrotingsevenwicht te mikken in plaats van op het eind 2000 geplande overschot van 0,3 pct. bbp. In het meest recente stabiliteitsprogramma,

TABEL 8 – NORMEN INZAKE FINANCIERINGSBEHOEFTE (–) OF -VERMOGEN VAN DE GEZAMENLIJKE BELGISCHE OVERHEID*(procenten bbp)*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Stabiliteitsprogramma en bijwerkingen							
December 1998	–1,3	–1,0	–0,7	–0,3	–	–	–
December 1999	–1,1	–1,1	–0,5	0,0	0,2	–	–
December 2000	–0,7	–0,1	0,2 ¹	0,3	0,5	0,6	0,7
November 2001	–0,6	0,1	0,0	0,0	0,5	0,6	0,7
<i>p.m. Gerealiseerde cijfers</i>	<i>–0,6</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2 r</i>	<i>–0,1 r</i>	–	–	–

Bronnen: INR, Ministerie van Financiën, NBB.

¹ In deze norm is de opbrengst van de verkoop van UMTS-licenties – zowat 0,2 pct. bbp – niet inbegrepen.

nl. dat van november 2001, wordt bevestigd dat deze afwijking tijdelijk is en dat, indien de activiteitsgroei in 2003 zowat 3 pct. zou bereiken, opnieuw zal worden aangesloten bij het begrotingstraject dat in het vorige programma werd uitgestippeld.

De huidige prognoses bevestigen dat de begroting van de gezamenlijke overheid, met een heel klein tekort van 0,1 pct. bbp, in 2002, en dit voor het derde opeenvolgende jaar, zo goed als in evenwicht zou zijn. Het kleine verschil met de raming van de begrotingscontrole komt hoofdzakelijk door de iets lager ingeschatte verbetering van het saldo van de lokale overheid. Aangezien dit saldo in 2001 minder gunstig zou uitvallen dan wat door de Hoge Raad van Financiën werd verwacht bij het vastleggen van de norm voor 2002, is het minder waarschijnlijk geworden dat die norm wordt nageleefd.

Dat het begrotingssaldo van de gezamenlijke overheid in 2002 licht verslechtert, komt doordat de verkleining van het primaire overschot, met 0,8 pct. bbp, niet volledig wordt gecompenseerd door een verdere daling van de rentelasten. Ondanks de voor 2002 verwachte achteruitgang, zou het primaire surplus nog uitkomen op 5,9 pct. bbp, een peil dat nauw aansluit bij de doelstelling van zowat 6 pct. bbp uit de eerste stabiliteitsprogramma's en dat tot de hoogste in de EU behoort.

De vermindering van het primaire overschot is in hoge mate te wijten aan de macro-economische omgeving: de cyclische component van de begrotingssaldi zou immers met zowat 0,5 pct. bbp verslechteren, waarbij de ongunstige impact van de trage activiteitsgroei nog enigszins wordt geneutraliseerd door de voor de overheidsfinanciën gunstige samenstelling van die groei. De vermindering van het primaire overschot is tevens het gevolg van een verslechtering van het conjunctuurgezuiverde saldo, dat voornamelijk de hieronder beschreven lastenverminderingen weerspiegelt.

4.2 ONTVANGSTEN

De verslechtering van het primaire saldo in 2002 zou maar voor een kwart het gevolg zijn van het verloop van de ontvangsten, waarvan de ratio zowat 0,2 procentpunt zou prijsgeven.

De fiscale en parafiscale heffingen, die in 2001 waren teruggelopen, zouden zich op 44,5 pct. bbp stabiliseren, want de maatregelen tot lastenverlaging worden gecompenseerd door de weerslag van de samenstelling van de groei, door de vermindering van de aan de EU overgedragen btw-ontvangsten en door verschuivingen in de tijd.

In 2002 heeft de inspanning tot vermindering van de belastingdruk voornamelijk betrekking op

TABEL 9 – OVERHEIDSREKENING¹*(procenten bbp)*

	1997	1998	1999	2000	2001 r	2002 r	p.m. 2002 r ²
Ontvangsten	49,4	49,8	49,7	49,5	49,3	49,1	49,3
Fiscale en parafiscale ontvangsten	44,7	45,3	45,1	45,0	44,5	44,5	44,6
Andere ontvangsten	4,7	4,6	4,6	4,5	4,8	4,6	4,7
Primaire uitgaven	43,4	43,2	43,2	42,6	42,6	43,2	43,4
Primair saldo	6,0	6,7	6,4	6,8	6,7	5,9	5,9
Rentelasten	8,0	7,5	7,0	6,8	6,6	6,0	6,0
Financieringsbehoefte (–) of -vermogen	–2,0	–0,9	–0,6	0,0	0,2	–0,1	–0,1

Bronnen: INR, NBB.

¹ Inclusief de opbrengst van de verkoop van UMTS-licenties in 2001.² Rekening houdende met de zuiver boekhoudkundige gevolgen van de opname in de overheidssector van de openbare radio- en televisieomroepzenders.

de belasting op de inkomsten uit arbeid, die om te beginnen zullen profiteren van de eerste significante consequenties van de belastinghervorming, ten belope van circa 0,1 pct. bbp., als gevolg van de opname, in de berekening van de bedrijfsvoorheffing, van het gestegen tarief van de forfaitaire beroepskosten en van de afschaffing van de hoogste marginale tarieven (voortaan bedraagt het maximumtarief 52 pct.). Vervolgens wordt in de barema's van de bedrijfsvoorheffing eveneens een additionele vermindering – met één procentpunt – van de aanvullende crisisbijdrage opgenomen. Ten slotte zullen de belastingplichtigen in het Vlaams Gewest dit jaar bij de inkohiering genieten van de eenmalige belastingverlaging met 62 euro per persoon die wordt toegepast op hun inkomsten van 2000. De impact van die maatregelen op de ontvangsten in procenten bbp (ten belope van meer dan 0,3 procentpunt) zal evenwel zo goed als teniet worden gedaan door het opwaartse effect van twee factoren, namelijk de geplande inhaalbeweging inzake de sedert eind 2000 geaccumuleerde inkohieringsvertragingen, enerzijds, en het feit dat de loonsom, het voornaamste bestanddeel van de belastinggrondslag van de belasting op arbeid, aanzienlijk sneller zal stijgen dan het bbp, anderzijds.

Dit compositie-effect van de nominale economische groei beïnvloedt tevens de stijging van de sociale bijdragen in procenten bbp, waardoor de impact van de nieuwe verminderingen van de werkgeversbijdragen ruimschoots wordt geneutraliseerd. Laatstgenoemde verminderingen, die circa 0,1 pct. bbp vertegenwoordigen, resulteren vooral uit het feit dat het op de bedienden van toepassing zijnde stelsel geleidelijk wordt afgestemd op de gunstiger regeling voor de arbeiders, uit maatregelen ten gunste van oudere werknemers en uit een verlaging van de bijdragen voor jaarlijkse vakantie.

Wat de belastingen op de diensten en het vermogen betreft, voert het Vlaams Gewest in 2002 verlagingen in ten belope van zowat 0,2 pct. bbp. Het gaat, enerzijds, om de afschaffing van het kijk- en luistergeld (die heffing werd eveneens afgeschaft in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, maar de weerslag ervan op de begroting werd volledig geneutraliseerd door de verhoging van andere belastingen) en, anderzijds, om een verlaging van de registratierechten op vastgoedtransacties. De aankondiging van deze laatste maatregel spoorde de particulieren ertoe aan hun transacties te verschuiven van 2001 naar 2002, zodat de weerslag op de

begroting in 2002 beperkt zou blijven tot minder dan 0,1 pct. bbp. Deze lastenverlagingen op gewestelijk niveau worden deels gecompenseerd door verhogingen van door de lokale overheden geheven opcentiemen.

Voorts zullen de btw-ontvangsten, die worden opgetekend na aftrek van de als bijdrage aan de Europese begroting overgedragen bedragen, ten belope van 0,1 pct. bbp opwaarts worden beïnvloed door de verlaging, van 1 tot 0,75 pct., van het percentage dat wordt gehanteerd voor de berekening van de btw-bijdrage. In het kader van de hervorming van de financiering van de EU, waartoe op de top van Berlijn van maart 1999 werd besloten, heeft immers een verschuiving plaats tussen de btw-middelenbron en de op het bnp gebaseerde bron, teneinde de bijdrage van elk land beter te laten sporen met zijn relatieve welvaart. Dit jaar wordt het verloop van de financieringsbehoefte van de Belgische overheid er niet door beïnvloed, aangezien de vermindering van de overgedragen btw gecompenseerd wordt door een vermeerdering van de bnp-bijdrage (opgetekend in de primaire uitgaven).

Een ander aspect van deze hervorming was de verhoging, in 2001, van het aandeel van de landbouwheffingen en douanerechten die door de EC terug worden overgedragen als inningskosten, waardoor de niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten aandikten. Dit effect werd nog versterkt door de registratie van aanvullende terugbetalingen van Maribel-steun die niet conform het Europees concurrentierecht werden verklaard. Het verdwijnen van deze laatste factor draagt in 2002 evenwel bij aan een vermindering van het aandeel van de niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten in het bbp, dat zou teruglopen tot 4,6 pct.

4.3 PRIMAIRE UITGAVEN

In verhouding tot het bbp zouden de primaire uitgaven in 2002 met 0,6 procentpunt toenemen

en op 43,2 pct. bbp uitkomen, voornamelijk als gevolg van de geringe reële bbp-groei, die veel lager ligt dan de stijging van de uitgaven tegen vaste prijzen.

Deze stijging wordt bovendien opgedreven door de hierboven beschreven toename van de op het bnp gebaseerde middelenbron ter financiering van de EU en door enkele specifieke factoren van tijdelijke of cyclische aard. Zo zou het verdwijnen van de opbrengsten uit de UMTS-veiling en verscheidene vastgoedtransacties die de kapitaaluitgaven in 2001 sterk hadden gedrukt, slechts gedeeltelijk worden gecompenseerd door de voor 2002 geplande verdere verkoop van gronden en gebouwen door de federale overheid. In dat verband rekent de regering voor heel 2002 op een totaalbedrag van zowat 470 miljoen euro of 0,2 pct. bbp; de verkoop van de terreinen van de nationale luchthaven aan BIAC heeft begin 2002 reeds meer dan 200 miljoen euro opgebracht. Voorts zouden de werkloosheidsuitgaven zeer fors toenemen als gevolg van de weerslag van de slechte conjunctuur op de werkloosheidsgraad.

Gecorrigeerd voor deze specifieke factoren zouden de primaire uitgaven tegen vaste prijzen een groei laten optekenen van ongeveer 2 pct.

Deze groei resulteert evenwel voor een deel uit prijseffecten. De indexering van de overheidslonen en van de meeste sociale uitkeringen zou de bewuste uitgavencategorieën op jaarbasis immers met zowat 2,7 pct. doen toenemen, wat veel meer is dan de voor 2002 verwachte stijging van het nationale indexcijfer van de consumptieprijzen, aan de hand waarvan de primaire-uitgavengroei traditioneel wordt gedefleerd.

De al met al zeer beperkte uitgavengroei laat in prioritair geachte beleidsdomeinen toch een aantal gerichte maatregelen toe. Dit laatste geldt vooral voor het sociale beleid: in 2002 werden in dat vlak verschillende initiatieven genomen.

Zo werden de vóór 1993 ingegane pensioenen, alsook bepaalde werkloosheidsuitkeringen, op 1 januari 2002 met 1 pct. opgetrokken.

4.4 RENTELASTEN

Dankzij de daling van het schuldpeil en de trendmatige vermindering van de impliciete rente daarop, zijn de rentelasten in procenten bbp nu reeds meer dan 10 jaar lang ieder jaar teruggelopen. In 2002 wordt de daling op 0,6 pct. bbp geraamd, waardoor de rentelasten zouden verminderen tot 6 pct. bbp, of een niveau dat amper hoger ligt dan de helft van het in 1990 bereikte maximum. Die vermindering resulteert deels uit de reductie van het schuldniveau, maar weerspiegelt vooral de daling van de impliciete rente: volgens de in de ramingen gehanteerde hypothesen zouden de kortlopende rentetarieven met zowat 100 basispunten verminderen tegenover 2001, en zou het peil van de langlopende markttarieven het mogelijk maken de aflopende leningen tegen geringere kosten te herfinancieren.

4.5 SCHULD

De geconsolideerde brutoschuld ratio van de gezamenlijke overheid blijft in 2002 dalen, hoewel trager. Net als de drie voorgaande jaren, is de schuldreductie uitsluitend van endogene aard. Die beweging blijft in 2002 evenwel beperkt door het gecombineerde effect van de zwakke economische groei en het geringere primaire overschot. De exogene factoren daarentegen zouden de schuld doen stijgen. In totaal zou deze laatste 105,3 pct. bbp belopen, dat is 2,4 procentpunten minder dan vorig jaar.

5. SYNTHESE VAN DE SECTOREN

Sinds de tweede helft van de jaren negentig wordt voor het geheel van de binnenlandse sectoren van de economie jaar na jaar een nettofinancieringsvermogen van zowat 4 à 5 pct. bbp opgetekend. In 2002 zou het nettofinancieringsvermogen 4,3 pct. bedragen, tegen 4,8 pct. in 2001.

TABEL 10 – GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULD

(procenten bbp, tenzij anders vermeld)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 r ⁴
Schuldpeil	138,0	136,0	133,9	130,1	124,7	119,3	115,0	109,3	107,7	105,3
Verandering in de schuld		-1,9	-2,1	-3,8	-5,4	-5,4	-4,3	-5,7	-1,5	-2,4
Endogene verandering		-1,7	-0,6	0,6	-4,1	-3,8	-4,3	-5,9	-3,7	-2,9
Voor een stabilisatie van de schuld vereist primair saldo ¹ ...		2,8	4,3	5,7	1,8	2,9	2,1	0,9	3,0	3,1
Impliciete rente op de schuld ²		(7,3)	(7,1)	(6,8)	(6,4)	(6,3)	(6,1)	(6,3)	(6,2)	(5,8)
Nominale bbp-groei ²		(5,2)	(3,8)	(2,4)	(5,0)	(3,9)	(4,3)	(5,4)	(3,3)	(2,9)
Feitelijk primair saldo		4,6	4,9	5,1	6,0	6,7	6,4	6,8	6,7	5,9
Verandering als gevolg van andere factoren ³		-0,2	-1,5	-4,5	-1,3	-1,6	0,0	0,3	2,2	0,5

Bron: NBB.

¹ Dit saldo is gelijk aan het verschil tussen de impliciete rente op de schuld en de nominale bbp-groei, vermenigvuldigd met de verhouding tussen de schuld aan het einde van het voorgaande jaar en het bbp van de beschouwde periode.

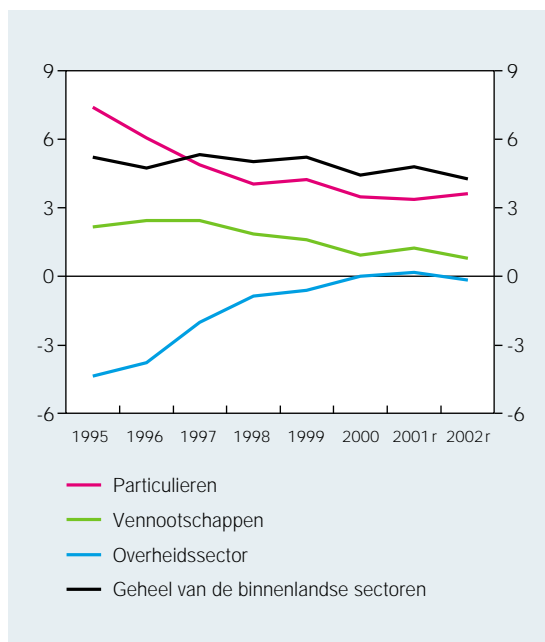
² Procenten.

³ Vooral de meerwaarden op goud, de privatiseringen, de wisselkoersverschillen, de kredietverleningen en de participaties en, in 2001, de opname van CREDIBE in de overheidssector.

⁴ De opname van de openbare radio- en televisieaansluitingen zal geen zichtbaar effect hebben op de resultaten van 2002 aangezien hun schuld kleiner is dan 0,05 pct. bbp.

GRAFIEK 16 – FINANCIERINGSBEHOEFTE (–) OF –VERMOGEN PER GROTE SECTOR

(procenten bbp)



Bronnen: INR, NBB.

Die daling is het resultaat van de ongunstige conjunctuur op de rekeningen van de vennootschappen, die hun verkoopvolume zouden zien

teruglopen als gevolg van de inkrimping van hun gemiddelde jaarlijkse uitvoer. De exploitatiemarge per eenheid product zou slechts geleidelijk toenemen. In totaal zou het aandeel van het exploitatieoverschot van de vennootschappen in het bbp met 0,5 procentpunt teruglopen. Hun financieringsvermogen zou een vergelijkbare daling laten optekenen.

Het financieringssaldo van de overheid, van zijn kant, zou met 0,3 procentpunt bbp verslechteren. De in paragraaf 2.2 besproken stijging van de spaarquote van de particulieren zou daarentegen worden vertaald in een verhoging van hun financieringsvermogen met 0,2 procentpunt bbp, aangezien hun investeringsuitgaven stabiel zouden blijven.

Het netto financieringsvermogen van de binnenlandse sectoren stemt overeen met de netto lening aan het buitenland, dat is het gezamenlijke saldo van de lopende rekening en van de kapitaalrekening van de betalingsbalans. Dat saldo zou naar verwachting afnemen van 12 miljard euro in 2001 tot 11,3 miljard euro in 2002, uitsluitend vanwege het lopende verkeer. De kapitaalrekening zou, net als vorig jaar, zo goed als in evenwicht blijven.

TABEL 11 – NETTOLENING AAN HET BUITENLAND VOLGENS DE BETALINGSBALANS

(saldi, miljarden euro)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 r
1. Lopende rekening	11,4	11,3	12,0	11,1	12,0	11,3
Goederen en diensten	9,6	9,3	9,9	7,4	7,9	6,9
Goederen	8,4	8,4	8,4	4,9	6,2	5,7
Diensten	1,2	0,9	1,5	2,5	1,7	1,2
Inkomens	5,0	5,8	6,4	7,9	8,3	8,8
Lopende overdrachten	-3,3	-3,8	-4,3	-4,2	-4,2	-4,4
2. Kapitaalrekening	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
3. Nettolening aan het buitenland (1 + 2)	11,8	11,2	11,9	10,9	12,0	11,3
<i>p.m. Procenten bbp</i>	5,4	5,0	5,1	4,4	4,7	4,3
<i>p.m. Idem, volgens de nationale rekeningen</i> ...	5,3	5,0	5,2	4,4	4,8	4,3

Bronnen: INR, NBB.

TABEL 12 – GOEDEREN- EN DIENSTENVERKEER MET HET BUITENLAND¹*(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)*

	1997	1998	1999	2000	2001	2002 r
Waarde						
Uitvoer	11,0	4,6	5,0	20,3	1,3	-2,3
Invoer	10,9	5,0	4,8	22,7	0,8	-1,4
Volumes						
Uitvoer	6,1	5,8	5,0	9,7	-0,8	-2,0
Invoer	5,1	7,5	4,1	9,7	-1,5	-1,2
Dekkingsgraad naar volume	1,0	-1,6	0,9	0,0	0,7	-0,7
Deflatoren						
Uitvoer	4,6	-1,1	0,0	9,7	2,2	-0,2
Invoer	5,5	-2,3	0,7	11,8	2,4	-0,2
Ruilvoet	-0,9	1,2	-0,7	-1,9	-0,2	0,0

Bronnen: INR, NBB.

¹ Volgens de statistiek van de nationale rekeningen.

De inkrimping van het lopende overschot zou vooral te maken hebben met de verkleining van het surplus bij het goederen- en dienstenverkeer en, in mindere mate, met een verdere stijging van het tekort bij de lopende overdrachten, voornamelijk als gevolg van de toename van de overdrachten van België aan de Europese Unie. Het overschot op de inkomensrekening zou oplopen van 8,3 naar 8,8 miljard euro. De arbeidsinkomens zouden immers, na hun sterke daling in 2001, naar een normaal niveau terugkeren, terwijl

de inkomens uit beleggingen en investeringen nagenoeg stabiel zouden blijven.

Het voor 2002 verwachte minder batige saldo bij het goederen- en dienstenverkeer heeft voornamelijk met volume-ontwikkelingen te maken, aangezien de uitvoer- en invoerprijzen ongeveer even snel zouden afnemen. De daling van deze prijzen, telkens met 0,2 pct., is een gevolg van het matige internationale prijsverloop. In 2002 zou de ruilvoet derhalve onveranderd blijven.

WEERSLAG VAN DE SECTORWIJZIGING VAN DE OPENBARE RADIO- EN TELEVISIEMAATSCHAPPIJEN OP DE NATIONALE REKENINGEN

Krachtens de Lambermont-akkoorden zal het kijk- en luistergeld vanaf 2002 worden geïnd door de gewesten, en niet langer door de gemeenschappen. Deze laatste blijven echter de subsidiërende macht van de openbare omroepen. Het verbreken van de (bijna) rechtstreekse band tussen de inning van het kijk- en luistergeld en de financiering van deze ondernemingen, wijzigt de manier waarop hun transacties worden beschouwd in de nationale rekeningen.

Overeenkomstig de voorschriften van het Europees Systeem van Rekeningen 1995 (ESR 95), werd het kijk- en luistergeld tot op heden beschouwd als een consumptieve besteding van de particulieren ter vergoeding van een verkoop van diensten van de radio- en televisieomroepen, vermits de administratie die het kijk- en luistergeld inde tegelijk ook die ondernemingen financierde. Dientengevolge werden de VRT, de RTBF en de BRF – aangezien hun eigen ontvangsten (kijk- en luistergeld plus omzet) meer dan de helft van de kosten dekten – beschouwd als commerciële overheidsinstellingen en ingedeeld bij de sector van de niet-financiële vennootschappen.

Vermits de rechtstreekse band tussen de financiering van de ondernemingen en het kijk- en luistergeld in de nieuwe situatie wordt verbroken, wordt dit laatste nu beschouwd als een belasting van de particulieren en niet langer als een consumptieve besteding. Bovendien worden de ondernemingen niet langer in hoofdzaak gefinancierd uit eigen ontvangsten (omzet), maar via een openbare dotatie. Om die reden maken zij voortaan deel uit van de overheidssector.

Deze sectorwijziging van de openbare radio- en televisieomroepen heeft talrijke, zuiver boekhoudkundige gevolgen voor de berekening van de variabelen van de nationale rekeningen. De tabel hiernaast geeft een raming van de orde van grootte van de effecten op de belangrijkste variabelen, die door deze boekhoudkundige wijzigingen worden beïnvloed.

Boekhoudkundige effecten van de herindeling van de openbare radio- en televisieomroepen van de sector niet-financiële vennootschappen bij de overheidssector

(procentuele verschillen t.o.v. de vroegere situatie)

	Niet-financiële vennootschappen	Overheid	Particulieren	Geheel van de economie	
I. Productierekening					
Bruto toegevoegde waarde / bbp	-0,5	+1,0		-0,1	1
II. Inkomensverdelings- en bestedingsrekening					
Gestorte beloningen	-0,3	+1,0			2
Overige stortingen van niet-productgebonden belastingen op productie	-14,5				3
Bruto exploitatieoverschot	-0,1	+1,1		0,0	
Overige ontvangsten van niet-productgebonden belastingen op productie		-7,1			
Saldo der primaire inkomens/bni	-0,1	-1,6		-0,1	3
Overige lopende belastingen					4
Gestorte belastingen			+67,0		
Ontvangen belastingen		+51,5			
Beschikbaar inkomen	-0,1	+0,7	-0,5	-0,1	
Consumptieve bestedingen		+0,7	-0,5	-0,2	5
Brutobesparingen	-0,1	+1,4	0,0	0,0	
Werkzame personen (in personen)	-7.000	+7.000		0	2

¹ In hun statuut van niet-financiële vennootschappen werd de productiewaarde van de openbare radio- en televisieomroepen verkregen door optelling van de omzet, het kijk- en luistergeld (ongeacht of dit al dan niet diende voor de financiering van deze ondernemingen) en de overige ontvangsten. Als niet-commerciële overheidsdiensten wordt de productie van de radio- en televisieomroepen voortaan verkregen door optelling van hun kosten: aankoop van goederen en diensten, vergoedingen en afschrijving.

Het verschil tussen beide ramingen bedraagt -0,1 pct. bbp. Het stemt overeen met het gedeelte van het kijk- en luistergeld dat de gemeenschappen voor zich hielden. Dit verschil heeft betrekking zowel op de productie als op de toegevoegde waarde, vermits het intermediaire verbruik niet wordt beïnvloed. In totaal wordt het bbp met 0,1 pct. verlaagd. De toegevoegde waarde van de niet-financiële vennootschappen daalt met 0,5 pct., terwijl die van de overheid toeneemt met 1 pct.

² Sectorwijziging van de werkgevers.

³ Het gedeelte van het kijk- en luistergeld dat de gemeenschappen voor zich hielden, werd beschouwd als een door de radio- en televisieomroepen gestorte niet-productgebonden belasting op productie. Als dusdanig werd het van de toegevoegde waarde van de niet-financiële vennootschappen afgetrokken vóór het berekenen van het exploitatieoverschot, en toegevoegd als element van het primaire inkomen van de overheid. Deze boekingen in de verdelingsrekening van het primaire inkomen vinden in de nieuwe situatie niet meer plaats. De vermindering van het bbp wordt gekenmerkt door een daling van het primaire inkomen van de overheid, terwijl dat van de niet-financiële ondernemingen nagenoeg niet wordt beïnvloed.

⁴ Het geheel van het kijk- en luistergeld wordt voortaan beschouwd als een courante belasting van de particulieren aan de overheid. Het beschikbare inkomen van de overheid wordt vermeerderd met 0,7 pct., terwijl dat van de particulieren wordt verminderd met 0,5 pct.

⁵ Het geheel van het kijk- en luistergeld werd voorheen beschouwd als een consumptieve besteding van de particulieren. Voortaan wordt de productiewaarde van de openbare radio- en televisieomroepen die niet wordt gedekt door bedrijfsopbrengsten, beschouwd als een collectieve consumptie van de overheid. Al met al vermindert de totale consumptie van de economie met 0,2 pct. De huishoudensconsumptie zakt met 0,5 pct., terwijl die van de overheid toeneemt met 0,7 pct.

EFFECTEN VAN DE OVERGANG NAAR DE CHARTALE EURO OP DE INFLATIE

INLEIDING

De overgang naar de chartale euro op 1 januari 2002 was ontegensprekelijk een succes, en de eurobankbiljetten en -munten werden door de bevolking positief onthaald. De aanpassing van de prijzen aan de nieuwe munteenheid heeft echter vragen opgeroepen die in dit artikel zullen worden behandeld.

In eerste instantie worden de kanalen waarlangs de invoering van de euro de prijzen kan beïnvloeden, toegelicht op basis van de meest recente gegevens. Het eerste kanaal betreft de weerslag, op de prijzen, van de kosten en baten verbonden aan de invoering van de euro. Het tweede kanaal is dat van de aantrekkelijke prijzen en de afrondingen. De invoering van de euro kan immers de verleiding doen ontstaan de in euro omgezette prijzen – naar boven – af te ronden om te komen tot nieuwe aantrekkelijke prijzen. Het derde kanaal, ten slotte, betreft de hergroepering van prijswijzigingen, doordat de invoering van de euro een gelegenheid biedt om prijswijzigingen die gewoonlijk in de tijd zijn gespreid te concentreren.

In tweede instantie is getracht het effect te ramen dat de invoering van de euro op de inflatie sorteert. Het kan echter hooguit gaan om een benadering, vermits het uitermate moeilijk, zometer onmogelijk is de effecten van de overgang op de euro te onderscheiden van andere, meer traditionele factoren die mogelijk anderszins aanleiding hebben gegeven tot prijswijzigingen, met name de stijgingen van de aankooprijzen van de intermediaire inputs, de stijging van de loonkosten, of de verandering van de winstmarges.

Tot slot wordt kort ingegaan op de dubbele prijsaanduiding, meer bepaald op haar toepassings-

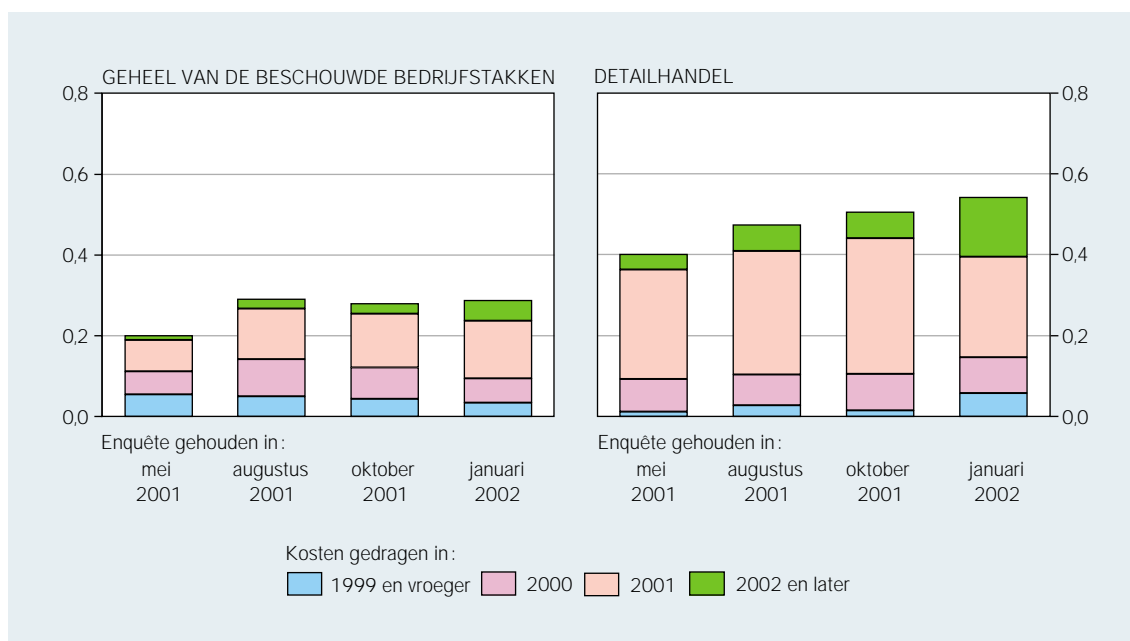
graad op het ogenblik van de omschakeling, alsook op het tempo waarin zij naar verwachting zal verdwijnen.

1. EFFECTEN OP DE PRIJZEN: DRIE MOGELIJKE KANALEN

1.1 WEERSLAG VAN DE KOSTEN EN BATEN VERBONDEN AAN DE INVOERING VAN DE EURO

Doorheen de verschillende «euro-enquêtes» die de Bank bij de ondernemingen heeft gevoerd, is de raming van de kosten verbonden aan de invoering van de eenheidsmunt opmerkelijk stabiel gebleven. Voor het geheel van de ondernemingen die aan de enquête hebben deelgenomen, lijkt het kostenniveau eerder laag. Uit de enquête van januari 2002 blijkt immers dat zij beperkt zouden blijven tot 0,29 pct. van de omzet. Bovendien werd een niet-onaanzienlijk deel – ongeveer een derde – reeds gedragen vóór 2001. De helft van de kosten werd in de loop van 2001 in rekening gebracht; het saldo heeft betrekking op 2002 of op de daaropvolgende jaren. Bij de laatste enquête hebben de ondernemingen de spreiding van de kosten over de verschillende jaren gewijzigd en meer kosten toegerekend aan 2002. Dat is vooral het geval voor de ondernemingen van de detailhandel, waar een verschuiving van de kosten lijkt te hebben plaatsgevonden van 2001 naar 2002. Overigens blijken deze ondernemingen hogere kosten te hebben gedragen dan gemiddeld, vermits laatstgenoemde 0,54 pct. van de omzet vertegenwoordigen.

De baten die de ondernemingen uit de invoering van de euro zullen halen, zijn veel moeilijker te

GRAFIEK 1 – KOSTEN VAN DE INVOERING VAN DE EURO GEDRAGEN DOOR DE ONDERNEMINGEN ¹*(procenten van de omzet)*

Bron : NBB.

¹ Enquête uitgevoerd in de sector van de particuliere ondernemingen, ongerenkend de bedrijfstak van de diensten aan gezinnen, de financiële instellingen en de verzekeringsmaatschappijen. Resultaten geëxtrapoleerd volgens de omvang van de bedrijfstakken en de verdeling van de ondernemingen naar grootte binnen elke bedrijfstak. De extrapolatie is gebaseerd op de werkgelegenheidsgegevens van de RSZ op 30 juni 2000.

kwantificeren. Tijdens de eerste enquêtes weerspiegelde deze moeilijkheid zich in het lage antwoordpercentage op deze vraag, dat rond de 50 à 60 pct. schommelde. Bij de enquête van januari 2002 is het antwoordpercentage gestegen tot 79 pct., maar die toename ging gepaard met een groter aantal deelnemers die verklaarden dat de verwachte voordelen onbestaande waren. Deze groep vertegenwoordigde 60 pct. in januari, tegenover 40 pct. in oktober 2001. De raming van de baten is bijgevolg achteruitgegaan ten opzichte van de vorige enquêtes, en kwam uit op 0,03 pct. van de omzet tegenover 0,14 pct. in mei 2001. In tegenstelling tot de kosten, zijn de voordelen van de eenheidsmunt echter recurrent en zouden zij op termijn een neerwaarts effect op de prijzen moeten sorteren. Daarenboven zou de economie ook voordeel moeten halen uit de grotere prijstransparantie, die de concurrentie aanwakkert en een blijvend temperend effect sorteert op het algemene prijspeil.

Vermits de kosten verbonden aan de invoering van de euro eenmalig en relatief beperkt zijn, terwijl de baten een permanent karakter hebben, is het weinig waarschijnlijk dat dit eerste kanaal belangrijke prijsstijgingen heeft veroorzaakt. Dit verklaart waarom bijzondere aandacht wordt besteed aan het tweede kanaal, namelijk dat van de aantrekkelijke prijzen. Dit kanaal wordt immers meestal beschouwd als de belangrijkste bron van eventuele prijsstijgingen.

1.2 ROL VAN DE AANTREKKELIJKE PRIJZEN EN AFRONDINGEN

Daling van het percentage aantrekkelijke prijzen in frank in de loop van het tweede semester van 2001

Aan de hand van de vastgestelde praktijken inzake prijszetting in frank kunnen de aantrekkelijke prijzen worden gedefinieerd als prijzen die

KADER 1 – GEHANTEERDE BRONNEN

De door de Bank gehouden euro-enquêtes

Sinds mei 2001 heeft de Bank bij de ondernemingen enquêtes over de invoering van de euro gehoudenⁱ. Behalve een maandelijks onderdeel voor de vragen die verband houden met de voorbereidingsgraad van de ondernemingen, werd in mei, augustus en oktober 2001 nog een tweede vragenlijst opgestuurd. Deze vragenlijst had betrekking op de omvang en de aard van de kosten en baten verbonden aan de invoering van de euro, alsook op het door de ondernemingen gevoerde beleid inzake prijsaanpassingen en dubbele prijsaanduidingⁱⁱ. De laatste enquête, die eind januari 2002 werd gehouden, na de overgang, werd aangepast en legde meer de nadruk op de weerslag van de invoering van de euro op de verkoopprijzen. In totaal hebben 2.605 van de 5.500 ondervraagde ondernemingen, waaronder 361 ondernemingen afkomstig uit de detailhandel, deze laatste enquête beantwoord.

De gedetailleerde databank van de Consumptieprijsindex (CPI)

De gedetailleerde databank met individuele prijsnoteringen waarvan het ministerie van Economische Zaken (MEZ) gebruik maakt om de CPI op te stellen, is geschikt voor een analyse van de aantrekkelijke prijzen. Eind 2001 werd dit onderwerp onder meer bestudeerd op basis van een simulatie van het worst-case scenario uitgaande van de hypothese dat elke aantrekkelijke prijs in Belgische frank systematisch naar boven zou worden afgerond om te komen tot de dichtstbijzijnde aantrekkelijke prijs van hetzelfde type in euro. In een dergelijk scenario zou het effect op de index 0,54 à 0,72 procentpunt bedragenⁱⁱⁱ. Voor dit artikel werden deze gegevens gebruikt om het aanpassingsproces van de aantrekkelijke prijzen in de loop van 2001^{iv} te onderzoeken. Deze databank bevat enkel de op het terrein genoteerde prijswaarnemingen, met name zowat 105.000 waarnemingen die elke maand worden opgetekend in meer dan 10.000 verkooppunten verspreid over 65 gemeenten. De prijzen van de producten die centraal werden opgevolgd, zoals de verzekeringspremies, de NMBS-tarieven, de prijzen van elektriciteit en gas, werden niet onderzocht.

ⁱ Alle bedrijfstakken werden beschouwd, met uitzondering echter van de diensten aan gezinnen (inclusief de horeca, het toerisme en de gezondheidszorg) en de financiële en verzekeringsdiensten.

ⁱⁱ De volledige resultaten van deze enquêtes zijn beschikbaar op de Internetsite van de Nationale Bank van België www.bnb.be, onder de rubriek «Persberichten».

ⁱⁱⁱ Aucremanne L. and Cornille D. (2001), «Attractive prices and euro-rounding effects on inflation», *National Bank of Belgium Working Papers – Documents Series*, N°17 (November).

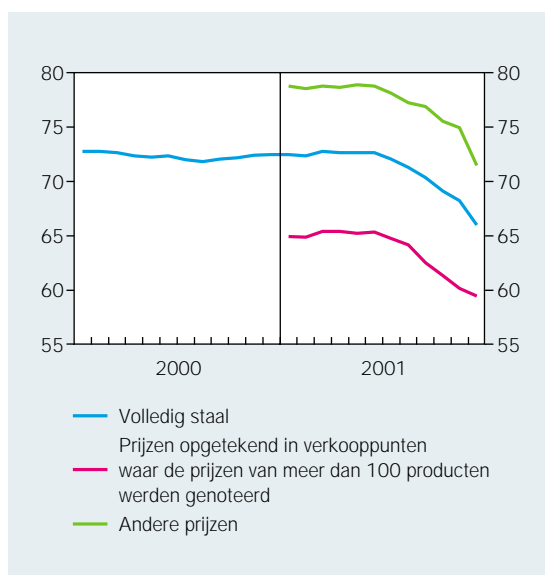
^{iv} De gegevens zijn slechts beschikbaar tot december 2001 inclusief.

eindigen op 0, 5, 9 of 98. Het aandeel van deze prijzen is tot medio 2001 relatief stabiel gebleven op iets meer dan 72 pct. Deze vaststelling impliceert dat het prijsbeleid ook als stabiel kan worden beschouwd: wanneer de aantrekkelijke prijzen veranderen, blijven de nieuwe

prijzen gewoonlijk aantrekkelijke prijzen in frank. Tussen juni en december 2001 is het percentage aantrekkelijke prijzen echter met 6,6 pct. gedaald. Redelijkerwijs kan worden aangenomen dat deze vermindering de tendens weerspiegelt om het prijsbeleid geleidelijk aan te

GRAFIEK 2 – AANDEEL VAN DE AANTREKKELIJKE PRIJZEN IN FRANK : PRIJZEN EINDIGEND OP 0, 5, 9 OF 98

(procenten van het totaal)



Bronnen: MEZ, NBB.

passen aan de toepassing van aantrekkelijke prijzen in euro¹.

Een afzonderlijke berekening werd gemaakt voor de producten die in de grootwarenhuizen worden verkocht. Vermits de Bank niet over informatie beschikt op basis waarvan de verkooppunten kunnen worden geïdentificeerd, werden de grootwarenhuizen willekeurig gedefinieerd als winkels waar voor één bepaalde maand de prijzen van meer dan honderd producten werden opgetekend. Het percentage aantrekkelijke prijzen in de grootwarenhuizen ligt lager dan gemiddeld, omdat zij voornamelijk voedingsproducten en dranken verkopen waarvoor aantrekkelijke prijzen minder gangbaar zijn. De grootste winkels treft men vooral aan in de voedingssector, waar zij gemiddeld 60 pct. van de onderzochte producten vertegenwoordigen. Overigens was de daling van het percentage aantrekkelijke prijzen in het tweede semester van 2001 minder uitgesproken voor de producten die worden verkocht in de grote winkels. Dit verschil was bijzonder duidelijk in december 2001.

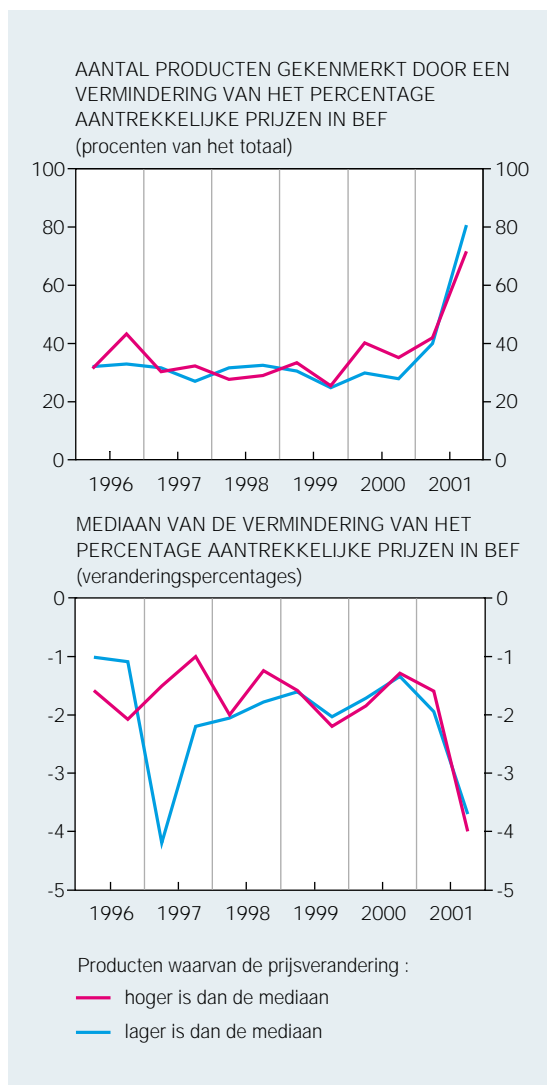
Rekening houdende met deze ontwikkeling en met de scherpe concurrentie in deze sector, is het weinig waarschijnlijk dat zich in de grootwarenhuizen forse prijsstijgingen hebben voorgedaan. De enquêtes van de Economische Inspectie van het MEZ, waaruit blijkt dat de prijzen in de grote winkels tussen april 2001 en januari 2002² licht zijn gedaald, staven deze hypothese.

In totaal nemen de grootwarenhuizen slechts circa 18 pct. van de CPI voor hun rekening, maar hun overwicht in de voedingssector is niet zonder belang. Uit de simulaties van het worst-case scenario, dat in kader 1 kort wordt beschreven, bleek immers dat het voor deze producten was dat het theoretische risico in geval van afronding naar boven het grootst was. Dit kan worden verklaard door het overwicht van de kleine prijzen, waarvoor het afrondingseffect proportioneel belangrijker is. Dit compenseert het feit dat het hanteren van aantrekkelijke prijzen er minder frequent is dan gemiddeld. De bijdrage van de voedingsproducten en dranken aan het totale resultaat van het worst-case scenario (van 0,54 tot 0,72 procentpunt) vertegenwoordigt 0,25 procentpunt. Als men ervan uitgaat dat de afrondingseffecten nihil zouden kunnen zijn voor 60 pct. van deze producten – dit wil zeggen voor de producten die in de grootwarenhuizen worden verkocht – valt het resultaat 0,15 procentpunt lager uit, zelfs zonder rekening te houden met het feit dat de grootwarenhuizen ook bepaalde niet-voedingsproducten verkopen die in de CPI zijn opgenomen. Deze producten vertegenwoordigen ongeveer 6 pct. van de totale CPI.

Teneinde na te gaan of er een duidelijk verband bestaat tussen de aanpassing van de prijzen aan de euro en de verandering van deze prijzen, worden twee variabelen die de strategie voor het

¹ Deze hypothese werd getoetst aan de hand van een grondige analyse van het verloop van de verdeling van de prijzen voor diverse geselecteerde producten.

² Ministerie van Economische Zaken (2002), 8ste euro-enquête – januari 2002, perscommuniqué van 6 februari 2002.

GRAFIEK 3 – VERLOOP VAN HET PERCENTAGE AANTREKKELIJKE PRIJZEN

Bronnen : MEZ, NBB.

bepalen van de aantrekkelijke prijzen kenmerken, vergeleken voor twee substaten van producten. Het eerste substaal is dat van de producten die gekenmerkt zijn door de hoogste prijsveranderingen – hoger dan de mediane prijsverandering – en het tweede is dat van de producten gekenmerkt door prijsveranderingen die onder de mediaan blijven. De vergelijking is voor de periode 1996-2001 opgesteld per semester.

In de tweede helft van 2001 is het aantal producten waarvoor de aantrekkelijke prijzen in

frank schaarser worden, gestegen. Deze tendens is duidelijk, zowel voor de hoogste prijsveranderingen als voor de lagere prijsveranderingen, wat betekent dat de overgang naar aantrekkelijke prijzen in euro niet noodzakelijk gepaard is gegaan met sterke prijsstijgingen. Het aantal producten waarvoor het percentage aantrekkelijke prijzen in frank in het tweede semester van 2001 is gedaald in het eerste staal – dat met de hoogste prijsveranderingen – is trouwens iets kleiner dan in het tweede staal.

De mediane daling van het percentage aantrekkelijke prijzen in frank¹, die veel meer uitgesproken was in de tweede helft van 2001 dan in de meeste voorgaande periodes, toont ook een parallellisme tussen beide staten, zodat ook in dit geval geen eenzijdig verband lijkt te bestaan tussen, enerzijds, de omvang van de aanpassing van de aantrekkelijke prijzen en, anderzijds, de omvang van de vastgestelde prijsveranderingen. De intensiteit van het aanpassingsproces is blijkbaar echter ietwat meer uitgesproken in het staal met de hogere prijsveranderingen.

Aanpassing van de aantrekkelijke prijzen in 2002

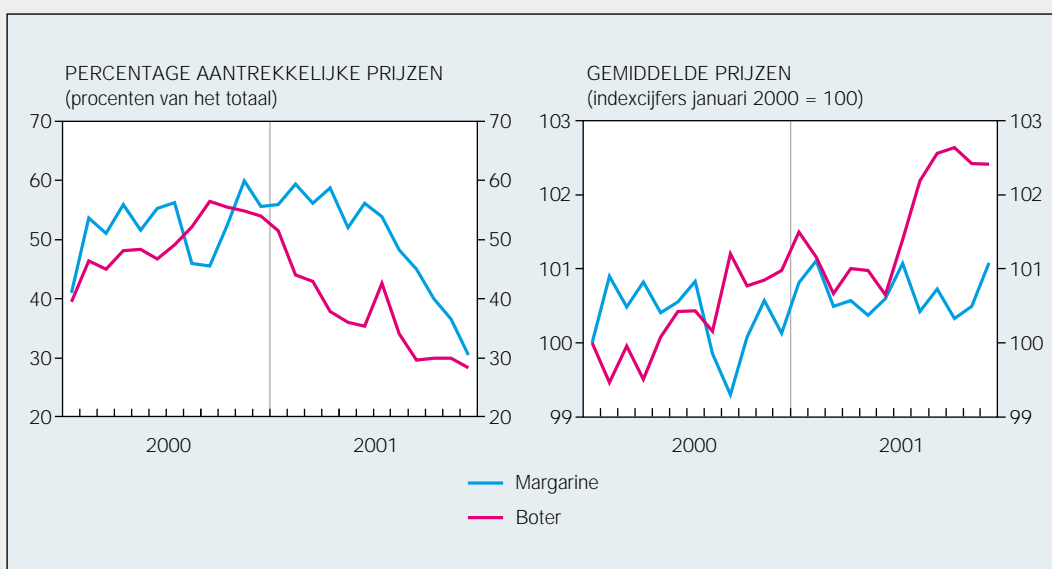
De aanpassing van de aantrekkelijke prijzen in euro is een dynamisch proces dat in 2001 heeft ingezet en zich in 2002 voortzet. Uit de door de Bank in januari 2002 gehouden enquête is gebleken dat, voor het geheel van de beschouwde bedrijfstakken, 40 pct. van de ondernemingen aantrekkelijke prijzen hanteert. Dit percentage ligt echter hoger voor de ondernemingen van de detailhandel: onder hen hanteert circa 60 pct. aantrekkelijke prijzen². Van

¹ Deze tweede variabele werd uiteraard slechts berekend voor de producten waarvoor het percentage aantrekkelijke prijzen in frank daadwerkelijk is gedaald.

² Het aandeel van 72 pct. aantrekkelijke prijzen in frank in de gedetailleerde databank van het MEZ lijkt te stroken met de resultaten van de euro-enquête, namelijk een aandeel van 60 pct. van de ondernemingen die aantrekkelijke prijzen hanteert. Dit is nog meer het geval indien rekening wordt gehouden met de dekingsverschillen, vermits de euro-enquête met name niet de sector van de diensten aan gezinnen omvat, meer bepaald de horeca, waar aantrekkelijke prijzen zeer frequent worden toegepast.

KADER 2 - HEEFT DE AANPASSING VAN DE AANTREKKELIJKE PRIJZEN AANLEIDING GEGEVEN TOT EEN VERSNELLING VAN DE INFLATIE? EEN CONCREET VOORBEELD: BOTER EN MARGARINE

Deze twee producten werden gekozen omdat zij onderling substitueerbaar zijn. Daarenboven kan men redelijkerwijs aannemen dat zij het voorwerp uitmaken van dezelfde prijsstrategie in euro, omdat zij gewoonlijk in dezelfde winkels worden verkocht. In 408 winkels die beide producten verkopen, was het percentage aantrekkelijke prijzen voor beide producten in 2000 vergelijkbaar, en is het percentage aantrekkelijke prijzen in frank in 2001 gedaald voor boter en margarine.



Bronnen: MEZ, NBB.

Ondanks de overeenkomsten inzake vorming van aantrekkelijke prijzen, stelt men in 2001 een opmerkelijk verschil in prijsverloop tussen beide producten vast. Terwijl de gemiddelde prijs van boter vanaf juli is gestegen, was dit niet het geval voor margarine. Dit toont duidelijk aan dat een vermindering van het percentage aantrekkelijke prijzen niet automatisch uitmondt in prijsstijgingen. Het uiteenlopende prijsverloop zou bijgevolg vooral te wijten zijn aan productgebonden kostenstijgingen. Blijkbaar heeft de vastgestelde stijging van de producentenprijzen van zuivelproducten, waarschijnlijk als gevolg van de verscherpte maatregelen met betrekking tot de voedselveiligheid na de BSE-crisis (bovine spongiforme encefalopathie) en de mond-en-klauweerepidemie een weerslag gehad op de consumptieprijzen van boter, maar ook op die van melk, yoghurt, enz.

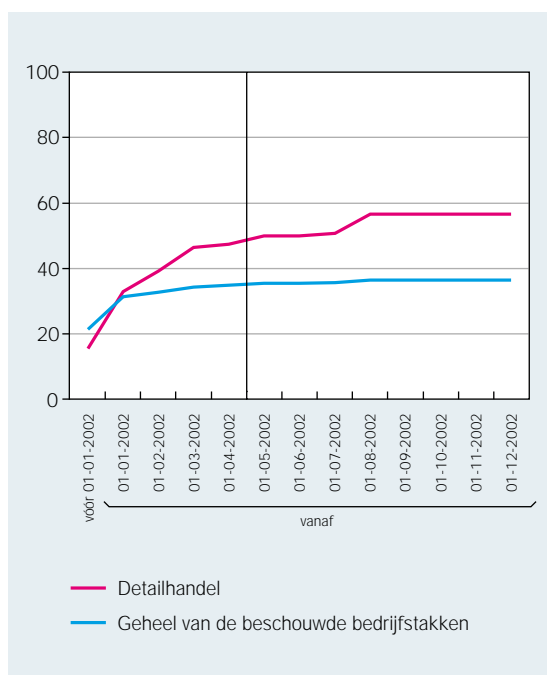
die ondernemingen hanteerde iets meer dan 15 pct. reeds vóór 1 januari 2002 aantrekkelijke prijzen in euro. Dit aandeel is tegen de

maand januari 2002 gestegen tot ongeveer een derde, en tot meer dan 45 pct. tegen de maand maart 2002. Voor de overige ondernemingen die

beweren aantrekkelijke prijzen te hanteren, zou hun aanpassing aan de euro geleidelijk moeten gebeuren tegen december 2002, maar de aanpassingen zouden grotendeels moeten zijn voltrokken tegen de maand augustus, namelijk net na de zomerkoopjes. Vermits de analyse van de resultaten op het vlak van inflatie de periode bestrijkt tot april 2002, is het vermeldenswaardig dat volgens de enquête van de Bank zowat 80 pct. van de ondernemingen van de detailhandel die aantrekkelijke prijzen hanteren, van plan waren deze uiterlijk in april in euro vast te stellen. Blijkbaar verliep de aanpassing van die prijzen voor het geheel van de beschouwde bedrijfstakken sneller dan in de detailhandel: het percentage aantrekkelijke prijzen dat al vóór begin januari aan de euro was aangepast, was niet-onaanzienlijk, en de meeste prijzen die nog niet waren aangepast, zijn sinds januari 2002 in euro uitgedrukt.

GRAFIEK 4 – AANTAL ONDERNEMINGEN DAT AANTREKKELIJKE PRIJZEN IN EURO HANTEERT¹

(procenten van het totaal, enquête van januari 2002)

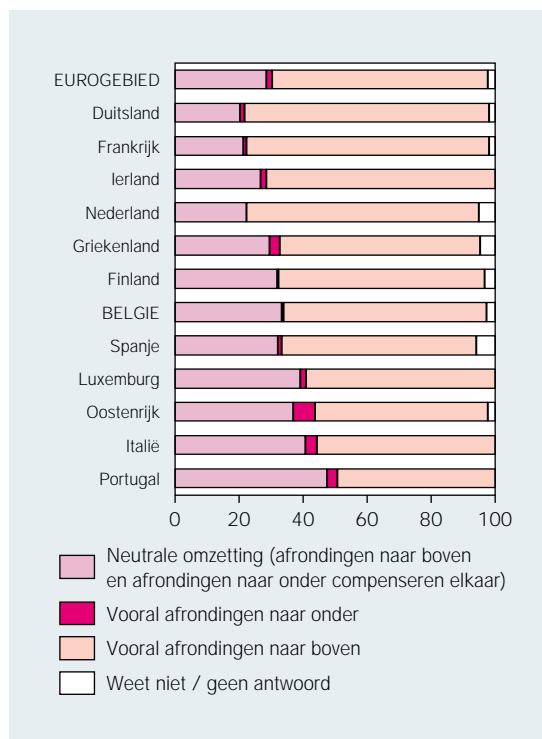


Bron : NBB.

¹ Zie de voetnoot bij grafiek 1.

GRAFIEK 5 – PERCEPTIE VAN DE CONSUMENTEN INZAKE AFRONDING BIJ DE OMZETTING IN EURO

(procenten van het totaal)



Bron : EC.

Uit de euro-enquête van januari 2002 blijkt dat het effect op de prijzen van de omzetting van aantrekkelijke prijzen in frank in meer dan 80 pct. van de gevallen neutraal is. In de andere gevallen zou de aanpassing het vaakst naar boven geschieden, behalve in de detailhandel, waar de aanpassing van de aantrekkelijke prijzen vaker naar onder zou gebeuren. Deze sector omvat echter zowel de grootwarenhuizen als de kleinhandel, en de enquête voert geen onderzoek naar de diensten aan de gezinnen, met name de horeca, het toerisme en de gezondheidszorg, noch naar de financiële en verzekeringsdiensten.

Ondanks het feit dat verschillende factoren erop wijzen dat de aanpassing van de aantrekkelijke prijzen aan de euro niet noodzakelijk tot prijsstijgingen heeft geleid, zien de consumenten dat

totaal anders. Volgens de enquête van de EC van januari 2002 heeft 67,3 pct. van de ingezetenen van het eurogebied en 63,4 pct. van de Belgen het gevoel dat de prijsomzetting in hun nadeel is gebeurd. Dit niveau leunt dicht aan bij het percentage personen die bij de laatste opiniepeiling vóór de changeover vreesde voor misbruiken – namelijk 65 pct. voor het eurogebied en 60 pct. voor België. Het gevoel dat de prijsomzetting in euro neutraal is geweest, dit wil zeggen dat de afrondingen naar boven en naar onder elkaar compenseren, wordt gedeeld door ongeveer een derde van de ondervraagde personen in België, tegen 28,5 pct. in het eurogebied.

1.3 HERGROEPERING VAN PRIJSWIJZIGINGEN DIE NIET GEKOPPELD ZIJN AAN DE INVOERING VAN DE EURO

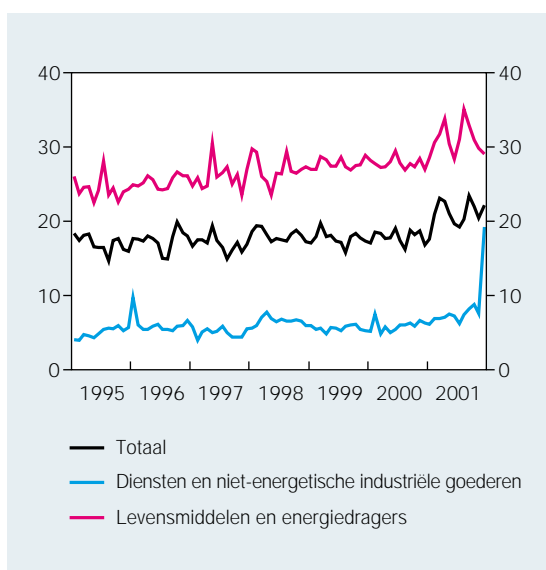
Vermits prijswijzigingen gepaard gaan met vaste kosten, kan de overgang op de euro – die alle

ondernemingen heeft verplicht hun prijzen te wijzigen – tijdens de omschakelingsperiode hebben geleid tot een hergroepering van prijswijzigingen die niet gekoppeld zijn aan de invoering van de euro. Op deze manier kunnen de prijswijzigingskosten, die vaak worden omschreven als menukosten¹, immers worden gedrukt.

De prijswijzigingen van de ene maand op de andere zijn tijdens de periode 1995-2000, na seizoenszuivering, relatief stabiel gebleven rond de 18 pct.; in 2001 werden zij vervolgens talrijker. Die toename is in hoofdzaak te wijten aan de componenten energiedragers en levensmiddelen, die nog volatieler waren dan gewoonlijk vanwege de schokken die deze producten hebben getroffen. Voor de diensten en niet-energetische industriële goederen zijn de prijswijzigingen daarentegen tot medio 2001 stabiel gebleven op een relatief laag peil, volledig vergelijkbaar met de voorgaande jaren. Vervolgens werd een beperkte stijging vastgesteld, gevolgd door een forse toename in december 2001, wat de hypothese van een hergroepering van de prijsveranderingen lijkt te staven.

GRAFIEK 6 – PRIJSWIJZIGINGEN TEN OPZICHTE VAN DE VORIGE MAAND – SEIZOENGEZUIVERDE REEKSEN

(procenten van het totaal)



Bronnen: MEZ, NBB.

Om de hypothese van een hergroepering van de prijsveranderingen te kunnen bevestigen, dient echter ook te worden nagegaan of op de stijging van het aantal prijswijzigingen – ingezet eind 2001 en waarschijnlijk doorgetrokken tijdens de eerste maanden van 2002 – later in 2002 een vertraging volgde.

2. HET EFFECT VAN DE EURO OP DE INFLATIE – EEN POGING TOT RAMING

Het is delicaat om een raming te maken van het effect dat de invoering van de chartale euro op

¹ Naar analogie van de noodzakelijke aanpassing van de menu's in restaurants.

de inflatie sorteert, vooral daar dat effect haast onmogelijk kan worden onderscheiden van de meer traditionele factoren die ten grondslag liggen aan prijsstijgingen. Uit de euro-enquête van januari 2002 blijkt dat het opwaartse effect van de invoering van de euro op het algemene prijspeil beperkt zou zijn gebleven; zij plaatst echter ook het voormelde identificatieprobleem duidelijker op de voorgrond.

2.1 IDENTIFICATIE VAN DE OORZAKEN VAN PRIJSSTIJGINGEN

Ruim 85 pct. van de bedrijven die hebben deelgenomen aan de enquête van januari 2002 hebben verklaard dat de invoering van de euro geen stijging van de verkoopprijzen tot gevolg heeft gehad. Was dat toch het geval, dan lijken de factoren die met de invoering van de euro gepaard zijn gegaan, nl. de afrondingen naar aantrekkelijke prijzen in euro en de weerslag van de kosten verbonden aan de overgang op de euro, een relatief weinig belangrijke impact te hebben gehad. Naar orde van belangrijkheid komen die factoren immers respectievelijk op de vierde en zesde plaats, duidelijk achter andere factoren zoals de stijging van de loonkosten of de verhoging van de aankooprijzen. In de kleinhandel wordt

echter als eerste reden voor de prijsstijgingen de verhoging van de aankooprijzen vermeld, onmiddellijk gevolgd door de afrondingen naar aantrekkelijke prijzen in euro en de weerslag van de aan de overgang op de euro verbonden kosten. Niettemin hebben slechts 12 pct. van de bedrijven uit deze branche meegedeeld dat zij hun prijzen effectief hebben opgetrokken.

2.2 RECENT VERLOOP VAN DE VOORNAAMSTE BESTANDDELEN VAN DE HICP

Zowel in België als in het eurogebied is de inflatie tussen december 2001 en januari 2002 fors aangetrokken. Die ontwikkeling is in eerste instantie toe te schrijven aan het verloop van de prijzen voor niet-bewerkte levensmiddelen en voor energiedragers. In eerstgenoemd geval waren de prijsstijgingen het resultaat van slechte weersomstandigheden in Europa waardoor de groenteprijzen fors in de hoogte gingen. In het tweede geval was de prijsversnelling toe te schrijven aan een basiseffect, namelijk de uitgesproken prijsdaling voor energiedragers in januari 2001. Deze producten hebben trouwens ook in de Europese landen die geen deel uitmaken van het eurogebied, in januari

TABEL 1 – GEHARMONISEERDE CONSUMPTIEPRIJSINDEX

(wijziging t.o.v. de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar)

	België	Eurogebied	Denemarken	Verenigd Koninkrijk
December 2001	2,0	2,0	2,1	1,0
Januari 2002	2,6	2,7	2,5	1,6
Versnelling van de inflatie tussen december 2001 en januari 2002	0,7	0,7	0,4	0,6
waaraan is bijgedragen door:				
Niet-bewerkte levensmiddelen	0,3	0,2	0,1	0,1
Energiedragers	0,4	0,3	0,1	0,3
Overige factoren	0,2	0,2	0,2

Bronnen: EC, NBB.

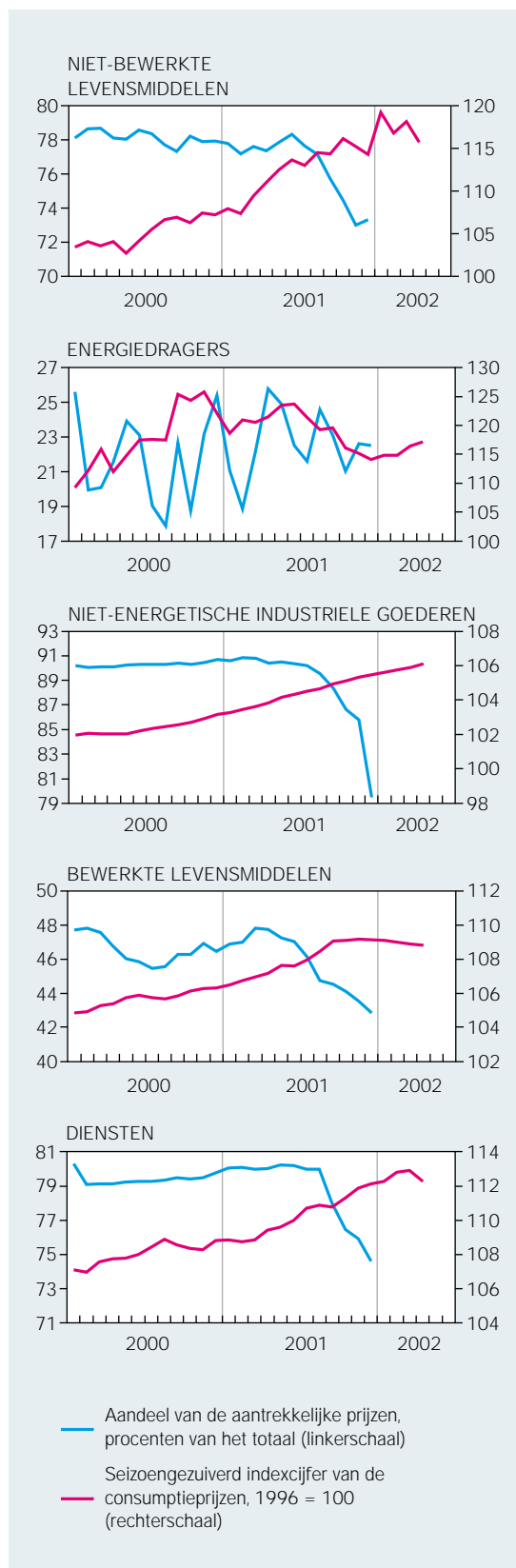
2002 bijgedragen tot een versnelling van de inflatie. Volgens ramingen van Eurostat kwam het effect van de overgang op de stijging van de HICP in het eurogebied tussen december 2001 en januari 2002 vermoedelijk tussen de 0,0 en 0,16 procentpunt uit. Aangezien de twee vermelde productcategorieën in België een relatief grotere bijdrage leverden aan de inflatieversnelling in januari 2002, schommelde de impact op de HICP van januari er blijkbaar in een nog smallere marge. In februari en maart is de inflatie relatief hoog gebleven; in april is ze vervolgens teruggelopen tot 1,7 pct. Deze ontwikkelingen worden toegelicht in het artikel «De Belgische economie in 2002».

Om het effect van de invoering van de euro op de inflatie na te gaan, is een grondiger analyse vereist, in de eerste plaats voor de vijf belangrijkste componenten van de HICP en, indien nodig, op het niveau van de producten. Daartoe zijn bepaalde producten geselecteerd op basis van aanwijzingen van aanzienlijke prijsstijgingen in de loop van de tweede helft van 2001. Die aanwijzingen betroffen vaak producten waar de Economische Inspectie van het MEZ in haar enquêtes reeds gewag had van gemaakt.

Niet-bewerkte levensmiddelen

Uit het na januari 2002 opgetekende prijsverloop van de niet-bewerkte levensmiddelen blijkt dat de forse stijging aan het begin van het jaar van tijdelijke aard was. Zij waren reeds in 2001 aanzienlijk gestegen, voornamelijk vanwege de crisis in de vleessector en de slechte fruit- en groentenogst als gevolg van de ongunstige weersomstandigheden tijdens de zomer en de herfst. Het verloop van het aandeel van de aantrekkelijke prijzen voor deze component wijst er bovendien op dat de in 2001 opgetekende prijsverhoging de aanpassing van de aantrekkelijke prijzen voorafgaat. Deze bevindingen laten toe te besluiten dat de stijging van de prijzen van de niet-bewerkte levensmiddelen niet of nauwelijks te maken had met de overgang op de euro.

GRAFIEK 7 – PRIJSVERLOOP



Bronnen : MEZ, NBB, EC.

Energiedragers

De prijzen van de energiedragers zijn tijdens de overgangperiode op de euro zo goed als ongewijzigd gebleven. Het duurder worden van de energieprijzen in maart en april 2002 is van zijn kant toe te schrijven aan de prijsverhogingen voor ruwe aardolie. Het is bovendien weinig waarschijnlijk dat het prijsverloop voor deze productcategorie beïnvloed zou zijn door de overgang op de euro. De door het Controlecomité voor de Elektriciteit en het Gas genomen maatregelen, alsook de verplichting om de prijs voor een liter benzine of diesel aan te geven tot drie cijfers na de komma, en die voor stookolie tot vier cijfers na de komma, waarborgen immers een vrijwel neutrale omzetting. Bovendien wordt de praktijk van de aantrekkelijke prijzen in de energiesector weinig toegepast.

Niet-energetische industriële goederen

Ondanks een aanzienlijke daling van het aantal in franken luidende aantrekkelijke prijzen tijdens het tweede semester van 2001, is het stijgingstempo van het indexcijfer van de niet-energetische industriële goederen, seizoeninvloeden niet meegerekend, tijdens de overgangperiode op de euro vertraagd. Tussen april en oktober 2001 waren de bewuste prijzen met 1,2 pct. gestegen, terwijl zij tussen oktober 2001 en april 2002 opgelopen zijn met 0,9 pct. Deze prijsstijgingen zijn niet uitzonderlijk, zeker niet als men rekening houdt met het feit dat de invoerprijzen en de industriële producentenprijzen tevoren fors waren gestegen als gevolg van de depreciatie van de euro en de olieprijsstijging in de loop van 2000. Ook voor deze categorie van producten is het derhalve weinig waarschijnlijk dat de overgang op de euro een opmerkelijk effect zou hebben gesorteerd. Met name de in 2001 opgetekende prijsstijgingen voor boeken en dagbladen lijken fors te zijn beïnvloed door de prijsverhoging voor papier, veel meer dan door de gewijzigde strategie inzake het bepalen van de aantrekkelijke prijzen. Hetzelfde geldt voor de prijs van schoenen die fors is beïnvloed door de prijs van het leder.

Bewerkte levensmiddelen

De prijzen van de bewerkte levensmiddelen zijn tijdens de overgangperiode niet gestegen. Het aandeel van de aantrekkelijke prijzen is overigens relatief gering, en het verloop ervan lijkt los te staan van het prijsverloop. In het tegenovergestelde geval zouden de prijzen blijven stijgen zijn naarmate het aandeel van de aantrekkelijke prijzen in de loop van het laatste kwartaal van 2001 kromp. De tijdens de zomer van 2001 opgetekende prijsstijgingen hebben dus voornamelijk met andere factoren te maken, wat door een grondiger analyse wordt bevestigd. De prijs van het brood is gestegen als gevolg van de verhoging, op 6 juli 2001, van de gereguleerde broodprijs. Die verhoging werd gerechtvaardigd door het kostenverloop, meer bepaald de prijs van de bloem en de loonkosten. De prijzen van de zuivelproducten zijn gestegen als gevolg van de moeilijkheden in de runderteelt. Het is daarentegen niet denkbeeldig dat de prijsverhogingen voor tabak¹ en chocolade² te maken zouden hebben met de invoering van de euro.

Diensten

De prijsindex bij de diensten is in de loop van 2001 fors gestegen. Voor een deel is die stijging manifest samengevallen met het aanpassingsproces van de aantrekkelijke prijzen. In februari 2002 is die prijsindex aanzienlijk verder gestegen,

¹ De prijs van de sigaretten is in 2001 tweemaal gestegen. De keuze van de nieuwe prijzen doet vermoeden dat die verhoging het resultaat was van de invoering van de euro en dat zij eerst in euro werden vastgesteld (3,20 euro voor een pakje van 20 sigaretten en 3,70 euro voor een pakje van 25 sigaretten). Deze prijzen zijn terzelfder tijd aantrekkelijk en aangepast aan de geldautomaten die geen stukken van 1 en 2 centiemen aanvaarden. Omgerekend in frank, gaat het om respectievelijk 129 en 149 frank, wat verklaart waarom, meer bepaald voor een pakje van 25 sigaretten, de prijs oorspronkelijk werd aangegeven als 149 frank/3,70 euro, terwijl de omzetting van de prijs in frank naar euro 3,69 euro geeft. Na discussie werd deze prijs exact omgezet (149 frank/3,69 euro). Zodra echter nog slechts één enkele prijs zal worden aangegeven, zal een pakje van 25 sigaretten 3,70 euro kosten.

² De aanzienlijke prijsstijging voor cacao, die werd doorberekend in de producentenprijzen, verklaart immers slechts ten dele de stijging van de chocoladeprijs, terwijl het aandeel van de aantrekkelijke prijzen aanzienlijk is verminderd.

TABEL 2 – PRODUCTEN WAARVAN DE PRIJZEN IN 2001 FORS ZIJN GESTEGEN

	Weging in pct.	Con- sumptie- prijzen ¹	Produ- centen- prijzen ¹	Andere prijs- en kosten- indica- toren ²	Aandeel van de aantrekkelijke prijzen in frank in pct.		
					Januari 2001	December 2001	Vershil
Niet-energertische industriële goederen							
Boeken en dagbladen	2,08	4,2	5,7 ³		72 ⁴	77 ⁴	+5 ⁴
Schoenen	1,40	2,7	4,2		100	97	-3
Bewerkte levensmiddelen							
Brood	2,66	5,3	4,4	2,5 ⁵	48	43	-5
Volle melk	0,21	7,6	} 2,2 ⁶	} 20,3 ⁷	37	14	-23
Kaas	1,19	2,2			65	60	-5
Boter	0,22	1,2			52	29	-23
Chocolade	1,38	8,6	5,7	33,9 ⁸	43	20	-23
Tabak	1,32	4,6		1,4 ⁹	1	97	+96
Diensten							
Hotels, cafés en restaurants	6,63	3,7			95	88	-7
waarvan:							
<i>Niet-alcoholhoudende dranken</i>							
Mineraal water in een café	0,11	4,8	} 0,8		99	89	-10
p.m. Mineraal water in een winkel		3,5		15	25	+10	
Cola in een café	0,12	4,5		99	90	-9	
p.m. Cola in een winkel		1,7		12	47	+35	
<i>Koffie</i>							
Expresso in een café	0,07	3,8	} -5,5 ¹⁰		99	85	-14
p.m. Koffie in een winkel		-7,6		56	31	-25	
<i>Bier</i>							
Bier in een café	0,63	4,8	} 8,8		96	88	-8
p.m. Bier in een winkel		2,2		32	48	+15	
<i>Maaltijden</i>							
Biefstuk met frieten in een restaurant ..	0,72	3,3	} 9,6 ¹¹		100	95	-5
p.m. Biefstuk in een winkel		1,9		82	71	-11	
Kapsalons en schoonheidsinstituten	1,23	3,8			97 ¹²	89 ¹²	-8 ¹²
Zwembaden	0,15	5,3			100	90	-10

Bronnen: MEZ, NIS, CLE, IMF, NBB.

¹ Veranderingspercentages tussen januari en december 2001, tenzij anders vermeld.² Veranderingspercentages.³ Papier- en kartonindustrie; editing en drukwerken, februari – december 2001.⁴ Uitsluitend romans.⁵ Consumptieprijzen voor bloem, december 2000 – december 2001.⁶ Productie van melkproducten, februari – december 2001.⁷ Betaalde prijs aan de melkproducenten, april – december 2001.⁸ Prijs van de cacaobonen, januari – december 2001.⁹ Grondstoffenprijs voor tabak, januari – december 2001.¹⁰ Grondstoffenprijs voor koffie, januari – december 2001.¹¹ Vleesindustrie.¹² Haarsnit.

wat er zou kunnen op wijzen dat de overgang op de euro een relatief zwaar effect zou hebben gesorteerd. Ook andere factoren hebben echter een rol gespeeld. Zo zijn de diensten het bestanddeel van de HICP dat het sterkst wordt beïnvloed door het verloop van de loonkosten, ook al gebeurt dat meestal niet synchroon. De sedert 1999 in dit domein opgetekende groei overschrijdt duidelijk die van de voorgaande jaren. Andere kostenfactoren hebben misschien ook wel gespeeld. Zo heeft de in de loop van 2000 opgetekende prijsstijging voor aardolie na enige tijd een uitwerking gehad op de inflatie in het reisverkeer en in het transport, en ertoe geleid dat de dienstverlenende bedrijven hogere verwarmingskosten dienden te betalen.

Er zijn nochtans indicaties dat het in 2001 opgetekende verloop van de consumptieprijsen voor bepaalde diensten slechts ten dele mag worden toegeschreven aan kostenveranderingen. Dit lijkt het geval te zijn voor de rubrieken «Hotels, cafés en restaurants»¹, «Kapsalons en schoonheidsinstituten» en «Zwembaden». Bovendien wordt vanaf 1 januari 2002 ook het prijsverloop van vier andere diensten blijkbaar in aanzienlijke mate beïnvloed door de invoering van de euro. Het gaat om de rubrieken: «Huishoudelijke diensten en onderhoud van woningen», «Stomerijen, reparatie en kledingverhuur», «Reparatie huishoudelijke apparaten» en «Onderhoud en reparatie van personenwagens».

2.3 EEN TOT DUSVER BEPERKTE IMPACT

In totaal negen rubrieken, goed voor ongeveer 11 pct. van de HICP, zijn blijkbaar duidelijk

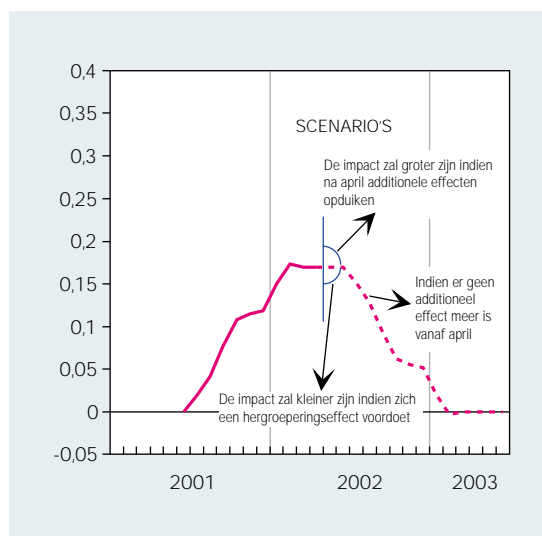
¹ Hoewel de hogervermelde prijsstijgingen voor levensmiddelen, alsook de forse stijging van de industriële producentenprijs voor bier in de loop van 2001 het verloop van de consumptieprijsen in deze bedrijfstak ongetwijfeld heeft beïnvloed, is het opmerkelijk dat dezelfde producten een uiteenlopende prijsontwikkeling hebben laten optekenen naargelang zij verbruikt worden in de horeca of verkocht worden in winkels. Deze ontwikkelingen zijn overigens gepaard gegaan met een inkrimping van het aandeel van de in frank luidende aantrekkelijke prijzen in de horeca.

beïnvloed door de invoering van de chartale euro. Een dergelijke lijst opstellen, blijft uiteraard een zeer delicate oefening waarvan het resultaat omzichtig moet worden geïnterpreteerd.

Aangezien de prijsstijging voor deze producten niet integraal toe te schrijven is aan de invoering van de euro, is de bijdrage ervan aan de sedert juni 2001 opgetekende totale inflatie slechts deels in aanmerking genomen bij deze poging om het effect van de invoering van de chartale euro op de inflatie te ramen. Dat deel is gedefinieerd als de prijsstijging hoger dan 2,5 pct. op jaarbasis – het inflatiecijfer dat voor deze producten als normaal mag worden beschouwd. Uitgaande van die veronderstelling zou het effect van de invoering van de euro op de inflatie tijdens de periode juni – oktober 2001 zijn toegenomen, en vervolgens nogmaals in januari en februari 2002. In april 2002 zou het 0,18 procentpunt hebben bedragen, wat relatief weinig is.

GRAFIEK 8 – POGING TOT RAMING VAN HET EURO-EFFECT¹

(bijdragen tot de totale inflatie in procenten)



Bron: NBB.

¹ In de veronderstelling dat voor de negen geselecteerde producten het gedeelte van de prijsstijging boven de 2,5 pct. integraal toe te schrijven is aan de invoering van de euro.

Zo er zich vanaf april 2002 geen additionele effecten voordoen, zou de aldus berekende impact geleidelijk uit de inflatiecijfers moeten verdwijnen: op de middellange termijn zou er op de inflatie geen effect meer worden gesorteerd, maar het prijspeil zou wel – in geringe mate – beïnvloed blijven.

Mochten tijdens de komende maanden, parallel met de geleidelijke afschaffing van de dubbele prijsaanduiding, additionele effecten opduiken, dan zouden die bovenop de reeds vastgestelde effecten komen en zou de inflatie ietwat langer de weerslag ondervinden.

Ingeval de hypothese van een hergroepering van de prijzen zou worden bewaarheid, zou het initiële opwaartse effect door een neerwaarts effect worden gecompenseerd. Een hergroepering van prijsstijgingen komt immers neer op een loutere verschuiving in de tijd van prijswijzigingen die er hoe dan ook zouden zijn gekomen. In dat geval zou het prijspeil op de middellange termijn niet worden beïnvloed.

3. DUBBELE PRIJSAANDUIDING

De dubbele prijsaanduiding heeft de prijsneutraliteit van de overgang op de chartale euro in de hand gewerkt en tijdens de conversieperiode voor een grotere transparantie gezorgd. Het is echter waarschijnlijk dat, naarmate de consumenten meer vertrouwd raken met de nieuwe valuta, de dubbele prijsaanduiding geleidelijk achterwege zal worden gelaten.

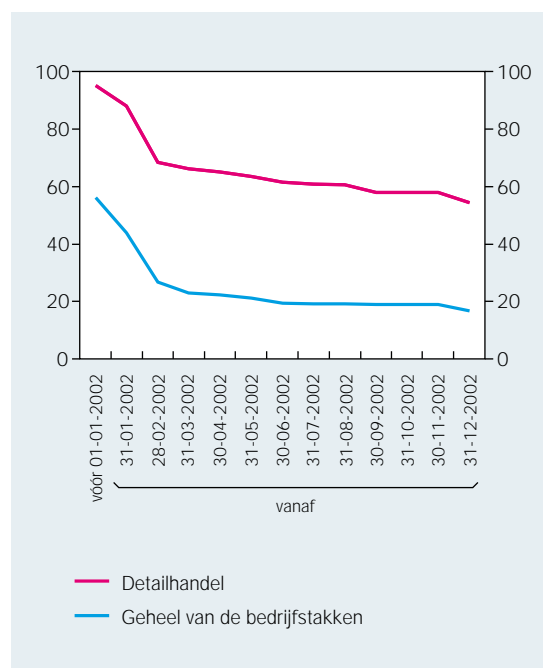
Volgens de enquête van januari 2002, werd bij de overgang op de euro in de kleinhandel het systeem van de dubbele prijsaanduiding blijkbaar voor meer dan 95 pct. toegepast, conform de plannen waar gewag van werd gemaakt in de enquête van oktober 2001 en ook conform de informatie die inzake de dubbele prijsaanduiding door de Economische Inspectie van het

MEZ werd verstrekt. Bijna 30 pct. van de bedrijven in de kleinhandel gaf te kennen de dubbele prijsaanduiding uiterlijk op 28 februari 2002, de laatste dag van de periode van dubbele omloop, te willen afschaffen. Nog volgens die plannen zou de dubbele prijsaanduiding nadien ietwat afnemen. Dit resultaat is nochtans niet helemaal zeker vermits ongeveer de helft van de bedrijven die op het ogenblik van de overgang op de euro de dubbele prijsaanduiding toepasten, niet wisten tot wanneer zij de beide prijzen zouden aangeven. Wat de nog aarzelende ondernemingen betreft, lijken verschillende, eind maart – begin april genomen beslissingen erop te wijzen dat met name in de grootdistributie de periode van dubbele prijsaanduiding zou worden verlengd tot het einde van het jaar.

Over het geheel van de bedrijfstakken beschouwd, hebben om en nabij 56 pct. van de bedrijven

GRAFIEK 9 – PLANNEN VOOR DE GELEIDELIJKE AFSCHAFFING VAN DE DUBBELE PRIJSAANDUIDING¹

(percentage dubbele prijsaanduidingen, enquête van januari 2002)



Bron : NBB.

¹ Zie de voetnoot bij grafiek 1.

die hebben deelgenomen aan de enquête van januari, verklaard bij de overgang op de euro het systeem van de dubbele prijsaanduiding te hebben toegepast. In januari 2002 wist een kwart van de ondernemingen die dat systeem toepasten, nog niet tot wanneer zij het zouden handhaven, maar vooral in de branches die weinig rechtstreekse contacten hebben met de consumenten, lijkt de frank als referentie snel te verdwijnen.

CONCLUSIES

De verschillende kanalen waarlangs de overgang op de chartale euro effect kan sorteren op de inflatie zijn onderzocht op basis van de meest recente gegevens, meer bepaald die afkomstig van de in januari 2002 door de Bank gevoerde enquête. Die analyse heeft de vroegere vaststellingen bevestigd, volgens welke er weinig redenen zijn om ervan uit te gaan dat de overgang op de euro een significant opwaartse impact zou hebben gehad op het algemene prijspeil. De kosten die deze overgang voor de bedrijven heeft veroorzaakt, zijn eerder beperkt, zodat de eventuele weerslag ervan op de prijzen slechts weinig belangrijk lijkt.

Het kanaal voor de aanpassing van de aantrekkelijke prijzen en de prijsaf rondingen, wordt algemeen beschouwd als de potentieel belangrijkste bron van prijseffecten. Tal van elementen wijzen er evenwel op dat de aanpassing van de aantrekkelijke prijzen, die in de detailhandel in april 2002 reeds voor 80 pct. zou

zijn voltooid, in zeer grote mate neutraal is gebleken.

Voor bepaalde productcategorieën zou de overgang op de euro echter wel degelijk prijsstijgingen met zich hebben gebracht. Totaal beschouwd, zou het effect van de euro op de totale inflatie in april 2002 evenwel beperkt zijn gebleven tot 0,2 procentpunt. Uit de analyse is echter ook gebleken dat een dergelijke raming onvermijdelijk heel onzeker blijft, aangezien de effecten van de changeover niet gemakkelijk kunnen worden onderscheiden van de andere factoren die aan de prijsaanpassingen ten grondslag liggen.

Het is niet denkbeeldig dat tijdens de komende maanden nog andere effecten van de overgang aan de oppervlakte komen. Het is evenwel ook mogelijk dat over enkele maanden de inflatie haar «normale» tempo eerder zal onderschrijden, omdat als gevolg van de overgang bepaalde prijsaanpassingen vervroegd kunnen hebben plaatsgehad, precies teneinde ze te laten samenvallen met de overgang op de euro. Op de langere termijn mag men verwachten dat de invoering van de euro voor een grotere prijs transparantie zal zorgen wat, bij overigens gelijkblijvende omstandigheden, een neerwaartse druk op het prijspeil zal uitoefenen.

Bij de overgang op de euro, is de dubbele prijsaanduiding op zeer ruime schaal toegepast in de detailhandel en, volgens de enquête van de Bank, zullen die dubbele prijzen slechts geleidelijk verdwijnen. Dit element heeft er ongetwijfeld toe bijgedragen dat de overgang zo goed als prijsneutraal is geweest.

EFFECTEN VAN DE OVERGANG NAAR DE CHARTALE EURO OP DE VRAAG NAAR GELD

De overgang op de chartale euro, die het sluitstuk van de Europese monetaire integratie vormde, was een gebeurtenis zonder weerga in België en in het eurogebied. De hele chartale geldomloop (bankbiljetten en muntstukken) werd vervangen en de euro werd de rekeneenheid voor alle transacties. In dit artikel wordt uiteengezet hoe de geldvraag, en meer bepaald de vraag naar bankbiljetten, in de loop van 2001 in het eurogebied en in België werd beïnvloed door het vooruitzicht op die verandering. Men tracht tevens na te gaan wat de eventuele gevolgen op langere termijn zijn voor bepaalde determinanten van de vraag naar bankbiljetten. Als inleiding wordt summier het relatieve belang geschetst van het chartale geld in de landen van het eurogebied.

1. RELATIEF BELANG VAN HET CHARTALE GELD IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED

In het gehele eurogebied kwam het gemiddelde uitstaande bedrag van het monetaire aggregaat M3, dat een uitgebreid gamma omvat van liquide activa die worden aangehouden door ingezetenen van het eurogebied, in 2000 uit op 4.792,2 miljard euro, terwijl het bbp tegen werkelijke prijzen datzelfde jaar 6.428,6 miljard euro bedroeg. Dat brengt de liquiditeitscoëfficiënt, het omgekeerde van de omloopsnelheid, op 75 pct. De geldhoeveelheid in ruime zin, die wordt gemeten door M3, is de laatste twintig jaar sneller gegroeid dan het nominale bbp: in 1980 beliep die coëfficiënt namelijk nog minder dan 60 pct. De componenten van M3 gaven echter niet allemaal hetzelfde verloop te zien. Zo is het aandeel van chartaal geld in M3

tussen 1980 en 2000 geslonken van 9,2 pct. tot 7,1 pct., onder invloed van de ontwikkeling van rentende en toch zeer liquide activa en van het intensievere gebruik van elektronische betaalmiddelen. Dit laatste verklaart de vermindering, van 23 pct. in 1980 tot 16,9 pct. in 2000, van het aandeel van chartaal geld in het aggregaat M1, dat bestaat uit alle onmiddellijk voor de vereffening van betalingen beschikbare activa. Ten opzichte van het nominale bbp is de chartale geldhoeveelheid de laatste twintig jaar vrij stabiel gebleven rond de 5 pct. De kastgoeden per hoofd van de bevolking zijn regelmatig gestegen met de levensstandaard en bedroegen in 2000 1.115 euro.

Het chartale geld in verhouding tot het nominale bbp en tot het aantal inwoners loopt in de verschillende landen van het eurogebied sterk

**TABEL 1 – RELATIEF BELANG VAN CHARTAAAL GELD
IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED IN 2000**

	Muntstukken en biljetten per hoofd (euro)	Muntstukken en biljetten / bbp (procenten)
Eurogebied	1.115	5,3
Duitsland	1.524	6,2
Oostenrijk	1.393	5,5
Spanje	1.349	8,8
Italië	1.113	5,5
BLEU	1.061	4,2
Ierland	1.046	3,8
Nederland	1.036	4,1
Frankrijk	735	3,1
Griekenland	643	5,5
Portugal	497	4,3
Finland	473	1,9

Bronnen: ECB, Eurostat.

uiteen. In Duitsland, Oostenrijk en Spanje ligt de ratio chartaal geld/bbp en vooral het bedrag aan chartaal geld per inwoner ruimschoots hoger dan het Europese gemiddelde. In Duitsland werd de chartale geldhoeveelheid opgedreven door een omvangrijke vraag vanuit het buitenland als gevolg van de stabiliteit van de Duitse mark en het gebruik van de Duitse bankbiljetten in Centraal- en Oost-Europa¹. Wegens de geografische ligging kan dat ook het geval zijn geweest voor de Oostenrijkse schilling, zij het in mindere mate. Wat Spanje betreft, weerspiegelt de stevige vraag in de eerste plaats de voorkeur van de ingezetenen voor contante betalingen. De omvang van de informele economie² speelt wellicht ook een rol.

Italië, de Belgisch-Luxemburgse Economische Unie (BLEU)³, Ierland en Nederland vormen een tweede groep waar het bedrag aan biljetten en muntstukken per hoofd van de bevolking vrij hoog is. In Italië is de groei van de vraag naar kasgeld door het publiek een recent verschijnsel, dat wellicht toe te schrijven is aan de naar historische maatstaven erg lage nominale rente

en inflatie. Ook in Ierland is de chartale geldhoeveelheid recentelijk fors gestegen, parallel met de krachtige economische expansie, zodat de kasvoorraad per inwoner toenam, terwijl de verhouding tussen biljetten en muntstukken, enerzijds, en het bbp, anderzijds, nagenoeg onveranderd bleef. In de BLEU en Nederland is de vraag naar kasgeld al langer relatief hoog.

In Frankrijk, Griekenland, Portugal en Finland ligt de vraag naar geld per hoofd ruimschoots onder het Europese gemiddelde. Voor Griekenland en Portugal is dit deels te verklaren door het relatief lage bbp per inwoner.

¹ In de berekening van de chartale geldomloop zijn de kasvoorraden van de ingezetenen monetaire financiële instellingen niet meegeteld; het is daarentegen niet mogelijk de in het buitenland aangehouden kastegoeden buiten beschouwing te laten, bij gebrek aan voldoende informatie.

² Volgens Schneider (2000) behoren Griekenland, Italië, Spanje, Portugal en België tot de OESO-landen waar de omvang van de informele economie het grootst is. Schneider F. en Ernste D.H., *Shadow Economies: Size, Causes, and Consequences*, *Journal of Economic Literature*, Vol. 38, maart 2000, pp. 77-114.

³ Gelet op het Protocol met betrekking tot de monetaire associatie tussen België en Luxemburg, waarin onder meer was bepaald dat de Belgische bankbiljetten wettig betaalmiddel waren in het Groothertogdom, worden beide landen samen beschouwd.

**TABEL 2 – AANDEEL VAN DE VERSCHILLENDE COUPURES IN DE OMLOOP VAN DE IN DE LANDE
VAN HET EUROGEBIED¹ IN JANUARI 2001 UITGEGEVEN BILJETTEN**

(procenten)

Coupons:	50 EUR of groter	gelijk aan of groter dan 10 EUR en kleiner dan 50 EUR	kleiner dan 10 EUR
Duitsland	86	8	6
Oostenrijk	83	6	11
Italië	79	16	5
Spanje	60	37	3
België	52	45	3
Nederland	48	49	3
Frankrijk	48	49	3
Finland	39	54	7
Griekenland	0	94	6
Portugal	0	84	16

Bron: ECB.

¹ Met uitzondering van Ierland en Luxemburg.

De landen waar de chartale geldomloop boven het gemiddelde van het eurogebied uitkomt, hebben doorgaans ook de bankbiljetten met de hoogste nominale waarde. Het coupure-aanbod beantwoordt wellicht aan de vraag van het publiek, maar omgekeerd heeft de beschikbaarheid van hoge coupures de vraag misschien ook helpen in stand houden.

2. ONTWIKKELING VAN HET CHARTALE GELD IN HET EUROGEBIED IN 2001

2.1 EEN FORSE INKRIMPING

In 2001 vertoonde de chartale geldomloop in het eurogebied een ongekende inkrimping. Van eind 2000 tot eind 2001 slonk hij met 31,3 pct. De voor seizoeninvloeden gecorrigeerde daling bedroeg in de eerste helft van het jaar 14,7 miljard euro en liep daarna op tot 20,7 miljard in het derde kwartaal en 75,8 miljard in het vierde kwartaal.

De inkrimping deed zich voor in alle landen van het eurogebied, zij het in uiteenlopende mate. De landen waar de geldomloop het vroegst en het sterkst verminderde, waren die waar het chartale geld relatief belangrijk is en waar er grote coupures in het biljettengamma voorkomen: het gaat om Duitsland, Oostenrijk en de Beneluxlanden. De overgang op de chartale euro bracht aldus aan het licht in welke mate de ingezetenen chartaal geld gebruikten als koopkrachtreserve en de niet-ingezetenen biljetten en muntstukken van het eurogebied aanhielden.

2.2 DE TEGENPOSTEN

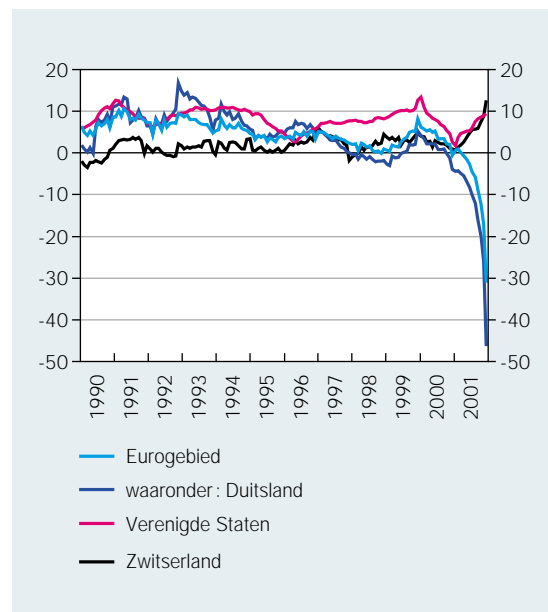
De houders van bankbiljetten kunnen zich op verschillende manieren van hun opgepotte middelen ontdoen: omzetting in buitenlandse bankbiljetten, in andere monetaire activa of in

langerlopende financiële activa, aankoop van consumptiegoederen of vastgoed. Bij aankopen kunnen de verkopers op hun beurt opteren voor een belegging of een vermindering van hun schulden. Het gekozen conversiekanal kan een aanwijzing zijn van de effecten op langere termijn van de invoering van de nieuwe munteenheid. De houders van kastegoeden die na de invoering van de nieuwe valuta opnieuw op contant geld wensten over te stappen, hadden normaliter de voorkeur moeten geven aan de meest liquide activa; indien het kasgeld daarentegen werd uitgegeven of op lange termijn werd belegd, zou de vraag naar bankbiljetten op een meer permanente wijze kunnen zijn beïnvloed.

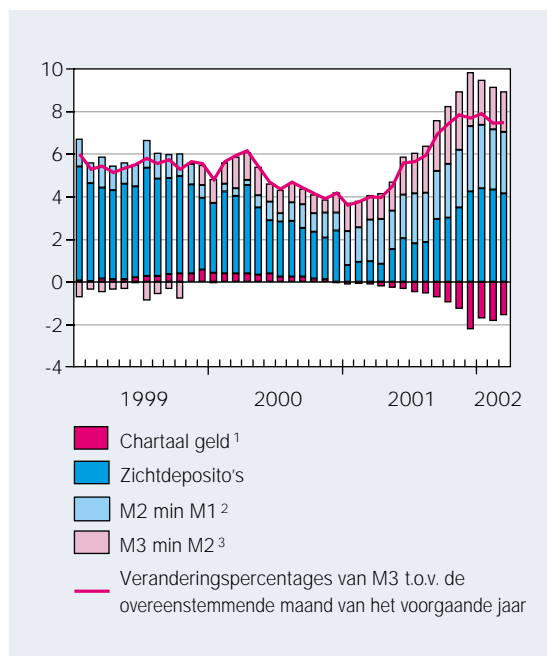
Wat de omzetting in vreemde bankbiljetten betreft, blijkt uit een vergelijking van de groei van de chartale geldomloop dat het verloop van de valuta's van het eurogebied sinds het begin van 2001 tegengesteld is aan dat van de dollar

GRAFIEK 1 – DOOR VERSCHILLENDE LANDEN UITGEGEVEN CHARTAAAL GELD

(veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar)



Bronnen: BIB, ECB.

GRAFIEK 2 – M3 EN DE COMPONENTEN ERVAN IN HET EUROGEBIED*(bijdrage tot de verandering van M3, procenten)*

Bron : ECB.

¹ Met inbegrip van het door niet-ingezetenen aangehouden chartale geld.² Termijndeposito's met een looptijd van ten hoogste twee jaar en deposito's met een opzegtermijn van maximaal drie maanden.³ Andere korte-termijnverplichtingen van de monetaire financiële instellingen ten opzichte van ingezetenen van het eurogebied, zoals verhandelbare instrumenten.

en, vooral, de Zwitserse frank¹. Ook al kan de vraag naar kasgeld fors schommelen – waarvoor niet steeds een verklaring kan worden gegeven –, toch zou dat erop kunnen wijzen dat een deel van de vraag naar biljetten van het eurogebied zich naar die beide deviezen heeft gericht.

Chartaal geld kan ook worden omgezet in andere financiële activa, in het bijzonder liquide activa die begrepen zijn in M3. De zichtdeposito's, het voornaamste substituut van chartaal geld voor transactiedoeleinden, zijn in 2001 sterk gestegen, ondanks de zwakke economische groei. Zodoende leverden ze een positieve en toenemende bijdrage aan de groei van M3, wat de steeds negatievere bijdrage van het chartale

geld neutraliseerde. Ook de groei van de in M2 begrepen deposito's op korte termijn trok fors aan, hoewel de creditrentetarieven van de termijndeposito's in 2001 aanzienlijk daalden en die van de spaardeposito's vrijwel stabiel bleven. De aantrekkingskracht van de vastrentende liquide activa werd echter ook versterkt door de conjuncturele onzekerheid en door het sombere en volatiele beursklimaat.

Net als de ECB kunnen we concluderen dat de overgang naar de chartale euro een al met al beperkt effect sorteerde op het monetaire aggregaat M3. Hij beïnvloedde er wel de samenstelling van doordat hij een verschuiving teweegbracht van bankbiljetten naar zichtdeposito's of korte-termijndeposito's.

Ten slotte is het mogelijk dat de afstoting van kastegoeden geleid heeft tot een toename van de consumptie en de investeringen van de gezinnen. Dit valt moeilijk uit te maken, aangezien terzake slechts enkele anekdotes over de handel in luxeproducten, de kunstmarkt of aankopen van een tweede woning in het buitenland beschikbaar zijn.

3. ONTWIKKELING VAN HET CHARTALE GELD IN BELGIE IN 2001

3.1 ONTWIKKELING EN TEGENPOSTEN

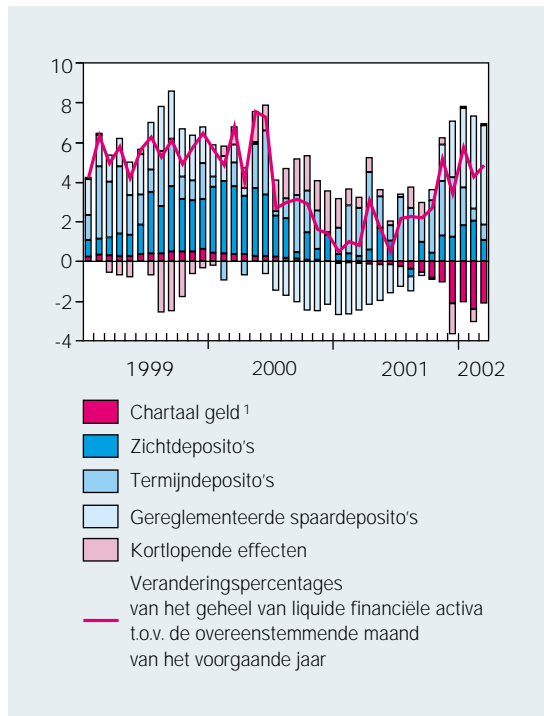
In België is de chartale geldhoeveelheid tussen eind 2000 en eind 2001 met 4,8 miljard euro gedaald, een inkrimping met 40,2 pct. die beduidend hoger lag dan het gemiddelde van het eurogebied.

In de loop van de eerste drie kwartalen van 2001 bleek uit verschillende elementen dat het daarbij vooral om de liquidering van opgepotte middelen ging. Enerzijds betrof de vermindering

¹ De Britse bankbiljettencirculatie is in 2001 niet noemenswaardig gegroeid.

GRAFIEK 3 – LIQUIDE FINANCIËLE ACTIVA UITGEGEVEN DOOR DE MONETAIRE FINANCIËLE INSTELLINGEN EN AANGEHOUDEN DOOR DE BELGISCHE INGEZETENEN

(bijdrage tot de totale verandering, procenten)



Bron : NBB.

¹ Met inbegrip van het door niet-ingezetenen aangehouden chartale geld.

van de biljettenomloop vooral de grote coupures: in september 2001 was de omloop van 10.000 frank-biljetten ten opzichte van een jaar eerder al met 14,9 pct. verminderd, terwijl de daling voor het geheel van de overige coupures slechts 3,5 pct. bedroeg. Anderzijds ging deze ontwikkeling gepaard met een stijging van de korte-termijndeposito's (exclusief zichtdeposito's), hoewel de rentevergoeding over die deposito's minder interessant werd, en vanaf het tweede kwartaal met een opnieuw aantrekken van de groei van de spaardeposito's. Een en ander doet vermoeden dat de teruggekeerde biljetten – althans tijdelijk – dat soort beleggingen als tegenpost hebben gehad.

Aan het einde van het jaar keerden de biljetten terug die voor transactiedoeleinden werden

aangehouden, wat tot uiting kwam in een terugstroom van zowel grote als kleine coupures en een iets grotere omzetting naar geld op zichtrekeningen. Blijkbaar was die omzetting echter geringer dan elders in het eurogebied.

3.2 TERUGKEER VAN DE BELGISCHE BILJETTEN UIT HET BUITENLAND

Een deel van de Belgische bankbiljettencirculatie bevond zich duidelijk buiten de landsgrenzen, zoals blijkt uit de terugkeer van Belgische biljetten naar de Bank uit hoofde van artikel 52 van de ESCB-statuten. Krachtens dat artikel dienden de centrale banken uit het eurogebied de biljetten van andere lidstaten uit het eurogebied tegen de officiële omrekeningskoers om te wisselen. De deelnemende centrale banken moesten zelf voor een dergelijke dienstverlening instaan of een agent aanduiden om dat in hun plaats te doen. De aldus verzamelde biljetten werden op geregelde tijdstippen naar de emitterende centrale bank teruggestuurd.

In 2001 bedroeg het via dat kanaal naar de Bank teruggekeerde bedrag 1,2 miljard euro¹. De terugkeer van in het buitenland aangehouden biljetten in Belgische frank lag wellicht hoger, aangezien sinds 1999 slechts vijf centrale banken uit het eurogebied op geregelde tijdstippen biljetten naar de Bank hebben teruggestuurd; de in andere landen van het eurogebied circulerende Belgische biljetten keerden immers via andere kanalen terug. Dit bedrag kan echter niet rechtstreeks worden vergeleken met de totale daling van de biljettenomloop (4,8 miljard euro), aangezien het om een brutostroom gaat.

Het grootste deel van de biljetten werd naar de Bank teruggestuurd door de Bundesbank, voor zowat 70 pct., en door de Banque de France, voor iets minder dan 30 pct.². Die stromen

¹ In 1999 en 2000 bedroeg de terugstroom naar de Bank krachtens artikel 52 respectievelijk 0,6 en 0,8 miljard euro.

² Het saldo, een erg klein bedrag, komt uit Portugal, Italië en Finland.

kunnen voortvloeien uit toeristische inkomsten, maar het is eveneens mogelijk dat Belgen in het buitenland kasmiddelen hadden opgepot.

3.3 SCHATTING VAN DE OPGEPOTTE BIJETTEN

De hoeveelheid opgepotte biljetten valt moeilijk te bepalen en ook het begrip «oppotting» zelf is relatief. De economische literatuur verschaft ons echter schattingen die zijn gebaseerd op de verdeling van de biljetten volgens de coupures.

Zo gaat de zogenoemde «levenscyclusmethode¹» uit van de vaststelling dat grote coupures doorgaans een langere levensduur hebben dan kleine, omdat de slijtage in verhouding staat tot het effectieve gebruik. Door de levensduur van de grote coupures te vergelijken met een referentielevensduur, hetzij die van de kleinste coupure, die uitsluitend voor transacties zou dienen, hetzij de opgetekende minimale levensduur, kan de hoeveelheid opgepotte kasmiddelen worden berekend. In een studie over 1998 werd de oppottingsgraad van de Belgische bankbiljetten aan de hand van deze methode op 34,3 pct. becijferd².

Een vergelijkbare benadering is gebaseerd op het concept van de terugkeerfrequentie van de verschillende coupures naar de centrale bank. Het voordeel is dat de terugkeerfrequentie minder erratisch is dan de levensduur over een lange periode, omdat ze minder wordt beïnvloed door de invoering van nieuwe biljetten. Nadeel is dat de terugkeerfrequentie kan afwijken van het effectieve gebruik naar gelang van het aantal intermediaire transacties (zonder via de centrale bank te passeren). Voor het jaar 1997 leverde de methode op basis van de terugkeerfrequentie een resultaat van 29,4 pct. van de totale biljettenomloop op².

Toegepast op de gemiddelde biljettenomloop voor het jaar 2000 (vóór de ontpottingfase), komen die cijfers, op een totaal van 12,8 miljard

euro, overeen met passieve kasmiddelen tussen 3,8, volgens de terugkeerfrequentiemethode, en 4,4 miljard euro, voor de levenscyclusmethode. Conform een begin jaren negentig uitgevoerd onderzoek in Nederland³, is de ECB trouwens van oordeel dat 60 tot 70 pct. van de omloop van bankbiljetten met een nominale waarde van meer dan 200 euro als koopkrachtreserve wordt aangehouden. Voor België betekent dat een bedrag tussen 3,9 en 4,6 miljard euro, enkel voor het biljet van 10.000 frank. Het bedrag aan opgepotte kasmiddelen in de vorm van Belgische biljetten zou dus kunnen variëren van 3,8 tot 4,6 miljard euro. Ter herinnering en ter vergelijking: in de loop van het jaar 2001 is de biljettenomloop met 4,8 miljard euro gekrompen.

4. MOGELIJKE EFFECTEN OP DE TOEKOMSTIGE VRAAG NAAR CHARTAAL GELD

Wat op de middellange en lange termijn de weerslag zal zijn van de overgang naar de chartale euro op de vraag naar biljetten en muntstukken, kan zeer moeilijk worden ingeschat. Ten eerste betreft het een gebeurtenis zonder precedent, waardoor een vergelijking met het verleden niet mogelijk is. Daarnaast zouden reacties die gaan in de richting van een grotere vraag naar biljetten, vooral vanuit het buitenland, gepaard kunnen gaan met andere reacties, die de vraag naar kasmiddelen eerder zouden kunnen beperken. Ten slotte blijft ook de snelheid waarmee

¹ Anderson P. S., Currency in Use and in Hoards, Federal Reserve Bank of Boston – New England Economic Review, maart 1977, pp. 21-30.

² Van Hove L. en Vuchelen J., Currency Hoarding in Belgium: An Update, Tijdschrift Bank- en Financieuzen, nr. 7, 1999, pp. 336-344.

³ Boeschoeten W. C. en Fase M. M. G., The Demand for Large Bank Notes, Journal of Money, Credit and Banking, nr. 24, 1992, pp. 319-337.

de economische subjecten zich aan die verandering aanpassen een onbekende factor.

4.1 BINNENLANDSE VRAAG

De vraag naar chartaal geld wordt positief beïnvloed door het verwachte bestedingsvolume en negatief door de opportuniteitskosten, die kunnen worden gemeten aan de hand van de rente op liquide deposito's. Die twee variabelen bleven bij de invoering van de eurobankbiljetten en -muntstukken onveranderd, terwijl de tweede mogelijk-kerwijs beïnvloed werd door de overgang op de eenheidsmunt in 1999, die aan de geloofwaardigheid van het monetaire beleid in sommige landen ten goede kwam. Met name in Italië werd de afgelopen jaren een relatieve toename van de door het publiek aangehouden kasmiddelen opgetekend, waarschijnlijk als gevolg van de sterke resultaten inzake inflatie en van de rentedaling.

Wat de geldvraag voor transactiedoeleinden betreft, zou het feit dat grensbewoners en mensen die regelmatig betalingen doen binnen het eurogebied niet langer over verschillende nationale valuta's moeten beschikken, kunnen leiden tot een marginale vermindering van de geldhoeveelheid. De chartale euro zou ook kunnen leiden tot een wijziging in de betalingsgewoonten, door het grotere gebruik van elektronische betaalmiddelen. Aan de aanbodzijde zouden de omvang van de nieuwe markt en de schaalvoordelen die eruit voortvloeien nieuwe investeringen terzake kunnen bevorderen. Aan de vraagzijde zou de periode van aanpassing aan de nieuwe muntstukken en biljetten en aan een nieuwe waardeschaal de betalingen met kaart kunnen aanmoedigen. Die ontwikkelingen zouden een negatief effect moeten hebben op het volume van de biljettenomloop¹. Die daling zou echter beperkt moeten zijn vanwege de nog steeds bestaande voordelen van contant geld ten opzichte van andere betaalvormen: anonimiteit, gemak van gebruik zonder dat er een specifieke uitrusting nodig is, mogelijkheid tot «hergebruik» en status van wettig betaalmiddel.

In de vorige hoofdstukken is aangetoond dat oppotting voor een niet te verwaarlozen deel ten grondslag lag aan de vraag naar kasmiddelen. De overgang op de chartale euro zal wellicht niet leiden tot een omwenteling in het gedrag van de particulieren, maar de vroegere voorraad passieve kasmiddelen zal waarschijnlijk niet snel worden hersteld. Kasvoorraden die werden besteed aan aankopen van reële goederen zullen niet onmiddellijk opnieuw worden aangelegd en sommige particulieren die de inhoud van hun «sparsok» hebben omgezet in deposito's of andere rentedragende financiële activa, zullen waarschijnlijk ook niet opnieuw overstappen op contant geld.

4.2 BUITENLANDSE VRAAG

Verschillende factoren, in het bijzonder de omvang van het eurogebied en de stabiliteit van de eenheidsmunt, zouden moeten leiden tot een stijgende vraag naar euro's vanwege niet-ingezetenen. Bovendien zijn de eurobiljetten voorzien van geperfectioneerde beveiligingskenmerken, wat valsenunderij ontmoedigt, en zijn er grote coupures beschikbaar. Voor de Centraal- en Oost-Europese landen, ten slotte, zijn de geografische nabijheid en het vooruitzicht op toetreding tot de Europese Unie eveneens een prikkel om de euro snel te gaan gebruiken.

In 2001 trof de Raad van Bestuur van de ECB maatregelen voor de frontloading van eurobiljetten naar het buitenland. Kredietinstellingen die optreden als tegenpartijen in monetaire-beleids-acties, kregen de toestemming om te starten met de frontloading van hun bijbanken en vestigingen

¹ De invloed van het aantal POS-terminals («Point of Sale») op de vraag naar biljetten is negatief, terwijl het effect van het aantal ATM-terminals («Automated Teller Machine») tweeledig is. Enerzijds leiden de beperkte kosten (in vergelijking met een transactie aan het loket) van een opvraging aan de 24u. op 24 beschikbare en over het hele land verspreide geldautomaten tot een verhoging van het aantal opvragingen. Als anderzijds de lage transactiekosten tot een hogere gebruiksfrequentie leiden, dan leiden zij eveneens tot een vermindering van het gemiddeld opgenomen bedrag, dat beter op de verwachte uitgaven is afgestemd, zodat het totaaleffect op de per persoon aangehouden geldhoeveelheid onzeker is.

buiten het eurogebied en met de sub-frontloading¹ van hun dochterondernemingen en andere kredietinstellingen buiten het eurogebied. Nadien besliste de Raad van Bestuur de frontloading uit te breiden naar de centrale banken van buiten het eurogebied en de kredietinstellingen (buiten het eurogebied) die actief zijn op de groothandelsmarkten voor biljetten.

Eind 2001 was ongeveer 4,6 miljard euro, of bijna 4 pct. van het in totaal verspreide bedrag, aan centrale en commerciële banken van buiten het eurogebied geleverd. De ECB maakte bekend dat in januari 2002 een vergelijkbaar bedrag aan niet-ingezetenen werd verstrekt.

4.3 ONTWIKKELING BEGIN 2002

Begin 2002 werd het bedrag aan uitgegeven biljetten² opgedreven doordat de vooraf aan de kredietinstellingen geleverde biljetten op 1 januari in de berekening werden opgenomen. In het eurogebied bedroeg het totaalbedrag van de frontloading in biljetten 133 miljard euro. Samen met het bedrag aan nationale biljetten dat op dezelfde datum nog in omloop was (278 miljard), bedroeg het totaal van door de centrale banken van het Eurosysteem uitgegeven biljetten 411 miljard euro. Dat bedrag liep snel terug. Na een sterke daling in de eerste twee maanden, stabiliseerde de geldhoeveelheid zich op het peil van eind 2001. Op 30 april 2002 was het gedaald tot 290 miljard euro, 29,4 pct. minder dan de eerste dag van het jaar en 17,9 pct. minder dan op 30 april 2001.

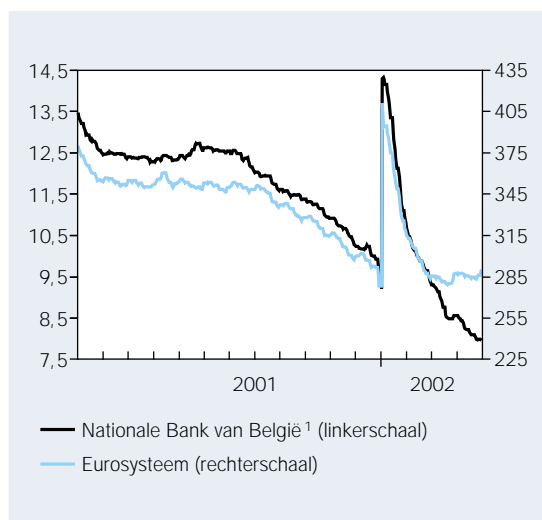
In België kromp de biljettenomloop nog sterker: op 30 april 2002 lag de waarde van de door

de Bank in omloop gebrachte biljetten 44,3 pct. lager dan op 1 januari 2002 en 35,5 pct. lager dan op 30 april 2001. Het feit dat de centrale bank van Luxemburg voortaan de Luxemburgse kredietinstellingen bevoorraadt, verklaart deels die daling. Bovendien heeft het biljet van 100 Belgische frank, dat in 2000 1,9 pct. van de totale biljettenomloop vertegenwoordigde, enkel nog euromuntstukken als tegenhanger.

Met betrekking tot het gebruik van elektronische betaalmiddelen in de eerste maanden van 2002 kunnen de gegevens van Banksys enige duidelijkheid verschaffen. Aangezien op de eerste dag van het jaar aan de geldautomaten 31 miljoen euro werd afgehaald en de laatste «spaarsokken» nog moesten worden leeggeemaakt, liep tijdens de eerste dagen van het jaar het aantal elektronische betalingen via de Banksys-terminals sterk terug, maar die daling kwam echter snel tot stilstand. In de loop van het eerste kwartaal is het aantal transacties

GRAFIEK 4 – DOOR DE NATIONALE BANK VAN BELGIË EN HET EUROSYSTEEM UITGEGEVEN BIJETTEN

(uitstaande bedragen per dag, miljarden euro)



Bronnen: ECB, NBB.

¹ Het uitstaande bedrag van de uitgegeven biljetten verschilt van het bedrag in de post «Bankbiljetten in omloop» op de NBB-balans: in 2001 werd het bedrag van die post verminderd met een bedrag van 578,6 miljoen euro dat overeenstemt met de theoretisch in Luxemburg circulerende biljetten; in 2002 werd het berekend door van de totale biljettenemissie van de twaalf centrale banken van het Eurosysteem een percentage te nemen dat overeenkwam met de deelname van de Bank in het kapitaal van de ECB, na aftrek van een aan de ECB toegekend deel van 8 pct.

met debetkaarten met 19,9 pct. gestegen ten opzichte van de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar. Ter vergelijking: de gemiddelde groei van dit soort van transacties ten opzichte van een jaar eerder bedroeg in het tweede semester van 2001 13,2 pct.

Het is echter vooral de elektronische portemonnee Proton die sinds de invoering van de chartale euro veel intensiever wordt gebruikt. Het aantal betalingen via Proton is toegenomen met 152,3 pct. tussen het eerste kwartaal van 2001 en hetzelfde kwartaal van 2002. Het gemiddelde bedrag per transactie steeg eveneens en bereikte in de eerste drie maanden van het jaar 5,74 euro, tegen 4,37 euro in 2001. Aangezien de waarde van de transacties via de elektronische portemonnee beperkt blijft, zou zelfs een versnelde groei van het aantal transacties geen significante invloed moeten hebben op de totale, door grote coupures gedomineerde biljettenomloop. Eind maart 2002 bedroeg de waarde op kaarten van het Prototype, die overeenstemt met het verschil tussen de sinds februari 1995 uitgevoerde opladingen en betalingen, immers slechts 112 miljoen euro.

5. BESLUIT

De naderende invoering van de eurobankbiljetten en -muntstukken heeft in 2001 in het eurogebied tot een forse inkrimping van de chartale geldhoeveelheid geleid. Die ontwikkeling

kwam nog sterker tot uiting in de landen die worden gekenmerkt door een relatief grote vraag naar biljetten en de aanwezigheid van grote coupures, onder meer België. Een en ander wijst op een aanzienlijke oppotting in het binnenland en op het gebruik van biljetten uit het eurogebied buiten de grenzen van dat gebied. De vermindering van de aangehouden kasmiddelen werd grotendeels gecompenseerd door een verhoging van de door de ingezetenen aangehouden deposito's, zodat de invloed van de invoering van de chartale euro op de geldhoeveelheid M3 over het algemeen beperkt bleef; anderzijds kan ook een verschuiving naar andere valuta's, te weten de dollar en de Zwitserse frank, niet worden uitgesloten.

De eerste maanden van 2002 werden gekenmerkt door een aanzienlijke vermindering van het bedrag van de biljettenomloop ten opzichte van het peil van het voorgaande jaar. In de toekomst zal het verloop van de vraag naar biljetten vooral afhangen van de wederopbouw, door ingezetenen van het eurogebied, van opgepotte kasvoorraden, terwijl op de langere termijn de buitenlandse vraag wellicht zou kunnen stijgen als gevolg van de stabiliteit van de nieuwe munt en de omvang van het eurogebied. In België kromp de biljettenomloop begin 2002 sterker dan in het eurogebied als geheel; het wegvallen van de voor Luxemburg bestemde biljetten is daar niet vreemd aan. Er werd een lichte versnelling van de elektronische betalingen via debetkaarten vastgesteld, terwijl het gebruik van de elektronische portemonnee Proton in de detailhandel duidelijk is toegenomen.

SUMMARIES OF ARTICLES

THE BELGIAN ECONOMY IN 2002

While Belgium did not escape the sharp downturn in global economic activity which occurred in 2001, it should benefit in 2002 from the general improvement in economic growth worldwide and in the euro area, as forecasted by international organisations and by the ESCB. The foreseen upturn in foreign demand and, in the short run, a positive contribution from changes in inventories, are expected to generate a gradual improvement in real GDP growth throughout 2002. On average, however, because of a negative carry-over effect, the annual growth rate – estimated at 1.1 p.c. – will be close to last year's figure. Since employment takes some time to react to changes in economic activity, job creation is expected to be weak in 2002 and the unemployment rate is projected to rise by 0.2 p.c. Headline inflation is projected to slow down to 1.7 p.c. on an annual basis, as the effect of previous shocks fades away. This development is also explained by the abolition of the radio & television licence fees in Flanders and Brussels. Despite subdued economic activity, the general government budget should be almost in balance, with a deficit of 0.1 p.c. of GDP.

EFFECT OF THE EURO CASH CHANGEOVER ON THE INFLATION

The various channels through which the euro cash changeover can affect inflation are examined by means of the most recent data, including especially those from the euro survey carried out by the Bank in January 2002. This analysis confirmed the previous findings according to which there are few reasons for assuming that the changeover to the euro had a major effect on the general level of prices. The costs brought about by this transition were actually fairly limited in extent, so that the possible repercussions of those costs on prices seem to be of little importance. The channel of the adaptation of attractive prices and of roundings is generally regarded as the potentially most important source of effects on prices. However, many factors indicate that the adjustment of attractive prices, which is thought to have been 80 p.c. completed in April 2002, was largely neutral.

Even so, for certain product categories, particularly in services, there are indications that the changeover to the euro did in fact lead to price rises. Overall, however, the euro's effect on total inflation appears to have been no more than 0.2 percentage point in April 2002. The analysis nevertheless also showed that such an estimate is inevitably subject to a wide margin of inaccuracy, since the effects of the changeover are not easily distinguishable from the other factors responsible for price adjustments.

There is a possibility, too, that other effects of the changeover may materialize in the coming months. But it is also possible that in a few months' time inflation may, if anything, be below its "normal" rate, because the changeover may have caused certain price adjustments to be made in advance, precisely in order to make them coincide with the switch to the euro. In the longer term, the introduction

of the euro may be expected to lead to greater price transparency, which, all other things being equal, has a downward effect on the level of prices.

When the transition to the euro took place, the practice of dual pricing was widely adopted in retail trade and, according to the Bank's euro survey, it is likely that it will only gradually disappear from shop windows. This factor indisputably contributed to the virtual neutrality of the changeover.

EFFECTS OF THE EURO CASH CHANGEOVER ON THE DEMAND FOR MONEY

The imminence of the introduction of euro banknotes and coins led to a sharp contraction in the outstanding amount of currency in circulation in the euro area in 2001. This development took place most markedly in the countries characterized by a relatively strong demand for banknotes and by the presence of large denominations, like Belgium. This reveals a major phenomenon of internal hoarding together with the use of euro currencies outside the euro area. The major counterpart of the reduction in cash holdings was an increase in deposits held by residents, so that the overall impact of the euro cash changeover on M3 was limited; furthermore, a possible shift towards other currencies, namely the Swiss franc and the US dollar, cannot be ruled out.

The first months of 2002 were marked by a substantial reduction in the outstanding amount of banknotes in circulation compared to the corresponding level in the previous year. In future, the development of the demand for banknotes will depend mainly on the reconstitution of the cash holdings hoarded by euro area residents. Moreover, probably on the longer term, foreign demand might increase owing to the stability of the new currency and the size of the euro area. In Belgium, the reduction in the banknotes in circulation at the beginning of 2002 was more marked than in the euro area; this inter alia was due to disappearance of the issuing of banknotes to be used in Luxembourg. Electronic payments by means of debit cards accelerated slightly, while there was a pronounced growth in the use of the Proton electronic purse in retail trade.

NATIONAL BANK OF BELGIUM – WORKING PAPERS SERIES

18. “THE INTEREST RATE AND CREDIT CHANNELS IN BELGIUM: AN INVESTIGATION WITH MICRO-LEVEL FIRM DATA” BY P. BUTZEN, C. FUSS AND PH. VERMEULEN, RESEARCH SERIES, DECEMBER 2001

This paper investigates the effects of monetary policy on firms' investment behaviour. The analysis relies on a comprehensive database of Belgian firms covering all sectors of economic activity and firms of all sizes. The authors proceed in two steps. They estimate a reduced-form investment equation derived from the neo-classical model, augmented by cash-flow. This equation is estimated by the GMM procedure (Generalized method of moments). Subsequently, the paper provides an estimation of the elasticity of the user cost of capital and the cash-flow/capital ratio to the policy-controlled interest rate. The model is estimated for various sample splits according to sectors and sizes. The results indicate that small firms are more sensitive to monetary policy than large firms, and that services are almost unaffected. Since the impact differs across sectors and sizes, it is concluded that monetary policy produces distributional effects.

19. “OPENNESS, IMPERFECT EXCHANGE RATE PASS-THROUGH AND MONETARY POLICY” BY F. SMETS AND R. WOUTERS, RESEARCH SERIES, MARCH 2002

This paper analyses the implications of imperfect exchange rate pass-through for optimal monetary policy in a linearized open-economy dynamic general equilibrium model calibrated to euro area data. Imperfect exchange rate pass-through is modelled by assuming sticky import price behaviour. The degree of domestic and import price stickiness is estimated by reproducing the empirical identified impulse response of a monetary policy and exchange rate shock conditional on the response of output, net trade and the exchange rate. It is shown that a central bank wanting to minimize the resource costs of staggered price setting will aim at minimizing a weighted average of domestic and import price inflation.

20. “INFLATION, RELATIVE PRICES AND NOMINAL RIGIDITIES” BY L. AUCREMANNE, G. BRYN, M. HUBERT, P. J. ROUSSEEUW AND A. STRUYE, RESEARCH SERIES, MAY 2002

This paper examines the distribution of Belgian consumer prices and its interaction with aggregate inflation over the period June 1976-September 2000. Given the fat-tailed nature of this distribution, both classical and robust measures of location, scale and skewness are presented. A positive

short-run impact of the skewness of relative prices on aggregate inflation is found, irrespective of the average inflation rate. The dispersion of relative prices has also a positive impact on aggregate inflation in the short run and this impact is significantly lower in the sub-sample starting in 1988 than in the pre-1988 sub-sample, suggesting that the prevailing monetary policy regime has a substantial effect on this coefficient. The chronic right skewness of the distribution, revealed by the robust measures, is *positively* cointegrated with aggregate inflation, suggesting that it is largely dependent on the inflationary process itself and would disappear at zero inflation. These results have three important implications for monetary policy.

First, as to the *transmission of monetary policy*, the paper results are in line with the predictions of menu cost models and therefore suggest that this type of friction can be an important factor behind the short run non-neutrality of monetary policy. Second, as to the *design of robust estimators of core inflation*, economic arguments based on menu cost models tend to highlight the importance of the absence of bias. The authors propose an unbiased estimator by taking the time-varying degree of chronic right skewness explicitly into account. Third, as to the *optimal rate of inflation*, the chronic right skewness found in the data provides no argument against price stability, as it appears as an endogenous response of optimizing price setters and would disappear when targeting a zero inflation rate. This conclusion contrasts sharply with the implications of the *exogenously* assumed downward rigidity of Tobin (1972), which would justify targeting a sufficiently positive inflation rate in order to facilitate the adjustment of relative prices. The empirical findings contradict the latter type of downward rigidity which implies a negative correlation between skewness and inflation. Therefore, the cross-sectional properties of Belgian inflation data rather provide arguments in favour of a price stability-oriented monetary policy, such as the one pursued by the Eurosystem.

21.  **“LIFTING THE BURDEN: FUNDAMENTAL TAX REFORM AND U.S. ECONOMIC GROWTH” BY DALE W. JORGENSON AND KUN-YOUNG YUN, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

This paper presents a comprehensive treatment of the cost-of-capital approach for analysing the economic impact of tax policy. This approach has provided an intellectual impetus for reforms of capital income taxation in the United States and around the world. The most dramatic example is the Tax Reform Act of 1986 in the United States. In this landmark legislation the income tax base was broadened by wholesale elimination of tax preferences for both individuals and corporations. Revenues generated by base broadening were used to finance sharp reductions in tax rates at corporate and individual levels.

The cost-of-capital approach presented in this paper shows that important opportunities for tax reform still remain. This approach suggests two avenues for reform. One would retain the income tax base of the existing U.S. tax system, but would equalize tax burdens on all forms of assets as well as average and marginal rates on labour income. Elimination of differences in the tax treatment of all forms of assets would produce gains in efficiency comparable to those from the Tax Reform Act of 1986. Equalization of marginal and average tax rates on labour income would more than double these gains in efficiency.

Proposals to replace income by consumption as a tax base were revived in the United States during the 1990's. The Hall-Rabushka Flat Tax proposal would produce efficiency gains comparable to those from equalizing tax burdens on all forms of assets under the income tax. However, a progressive National Retail Sales Tax, collected on personal consumption expenditures at the retail level, would generate gains in efficiency exceeding those from the Flat Tax by more than 50 percent! Equalizing marginal and average rates of taxation on consumption would double the gains from the Flat Tax.

23.  **“INVESTMENT, UNCERTAINTY AND IRREVERSIBILITY: EVIDENCE FROM BELGIAN ACCOUNTING DATA” BY D. CASSIMON, P.-J. ENGELEN, H. MEERSMAN AND M. VAN WOUWE, RESEARCH SERIES, MAY 2002**


This paper investigates the effects of uncertainty on the investment behaviour using firm-level data for a sample of Belgian manufacturing firms. In general, the results confirm former analysis at the aggregate level, stating that uncertainty does matter but that the sign of the effect and its magnitude largely depend on which proxies are used and how they are defined. It is shown that uncertainty has mainly an impact on the decision to invest and to a much lesser extent on the amount invested. Furthermore, the difference between reversible and irreversible investment is crucial. The impact of volatility on irreversible investment is far more larger than on reversible investment. In some cases, the amount of reversible investment will increase with higher volatility.

24.  **“THE IMPACT OF UNCERTAINTY ON INVESTMENT PLANS” BY P. BUTZEN, C. FUSS AND PH. VERMEULEN, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

This paper investigates how demand and output price uncertainty affect investment plans of Belgian manufacturing firms. The authors obtain time-varying uncertainty measures at the firm and industry level from the Belgian monthly business cycle survey and investment plans from the half-yearly investment survey. Using investment plans instead of realized investment data, e.g. annual accounts data, is, from an informative point of view, superior since it is more likely to reveal the features of the decision formation process and, therefore, it is most closely related to economic theory. Business investment is normally planned well in advance, because it involves time and costs to implement, and theory describes the behaviour of firms at the moment of their decision, which can be assumed to be fully captured in survey data. In order to find robust predictions, three different specifications are estimated. Each of which can be considered as a benchmark in the literature: two reduced form equations and a structural Euler equation. The results show that uncertainty depresses investment. These results hold for industry - as well as for firm - specific demand uncertainty. Moreover, referring to Euler equation, uncertainty postpones investment today in favour of investment tomorrow. This effect is stronger for firms with more irreversible investment. Hence, these results seem to confirm the predictions of the real option theory.

25.  **“INVESTMENT, PROTECTION, OWNERSHIP, AND THE COST OF CAPITAL” BY CH. P. HIMMELBERG, R. G. HUBBARD AND I. LOVE, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

The authors investigate the cost of capital in a model with an agency conflict between inside managers and outside shareholders. Inside ownership reflects the classic trade-off between incentives and risk diversification, and the severity of agency costs depends on a parameter representing investor protection. In equilibrium, the marginal cost of capital is a weighted average of terms reflecting both idiosyncratic and systematic risk, and weaker investor protection increases the weight on idiosyncratic risk. Using firm-level data from 38 countries, the predicted relationships among investor protection, inside ownership, and the marginal cost of capital are estimated. The implications for the determinants of firm size, the relationship between Tobin's Q and ownership, and the effect of financial liberalizations are discussed.

26.  **“FINANCE, UNCERTAINTY AND INVESTMENT: ASSESSING THE GAINS AND LOSSES OF A GENERALIZED NON-LINEAR STRUCTURAL APPROACH USING BELGIAN PANEL DATA” BY M. GERARD AND F. VERSCHUEREN, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

Using panel data for 2,329 Belgian firms observed between 1985 and 1999, this paper aims at getting a better understanding of Belgian firms' investment behaviour. Two main and interrelated topics are investigated: the link between financial structure and investment decision, on the one hand, the effect of uncertainty on the level of investment, on the other hand. Such research sets forth the effect of some key variables, both in terms of level and volatility. The study is conducted within a structural approach but reduced form equations are also estimated. A generalized dynamic effect is investigated by introducing adjustment costs related through time. From that study, it clearly appears that small firms and high debt level firms are more sensitive to interest rate and cash-flow. However, no role for investment price volatility is observed.

27.  **“CAPITAL STRUCTURE, FIRM LIQUIDITY AND GROWTH” BY R. ANDERSON, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

This paper explores the relationships among the firm's financial structure, its choice of liquid asset holdings, and growth. It presents a theoretical model of the firm where external finance is costly and where retaining earnings as liquid assets serves a precautionary motive. One of the predictions of this model is that a long-term reliance on high levels of debt finance tends to be associated with high levels of liquid asset holding. This prediction is empirically tested by estimating the determinants of liquid asset holdings using panel data sets of Belgian and UK firms. The author finds evidence of a positive relation between leverage and liquid asset holding. This result leads to identify a possible


linkage from high debt to high liquidity to slow growth. In light of this, the possible implications of the development of stock markets, private equity, and venture capital markets are discussed.

28.  **“STRUCTURAL MODELLING OF INVESTMENT AND FINANCIAL CONSTRAINTS: WHERE DO WE STAND?”**
BY J.-B. CHATELAIN, RESEARCH SERIES, MAY 2002

This paper surveys issues with respect to the structural modelling of econometric tests of investment facing financial constraints, to their link with firms data and assets prices, and to their impact in macroeconomic modelling. The key issue is to ground much more the interpretation of the sensitivity of investment to liquidity variables such as cash-flow as a measure of financial constraints. The structural modelling of investment facing financial constraints is also limited by the structural modelling of the force driving investment dynamics such as adjustment costs, which has not been so successful empirically.

29.  **“FINANCING AND INVESTMENT INTERDEPENDENCIES IN UNQUOTED BELGIAN COMPANIES: THE ROLE OF VENTURE CAPITAL”** BY S. MANIGART, K. BAEYENS AND I. VERSCHUEREN, RESEARCH SERIES, MAY 2002

There is ample empirical evidence that investments in (public) companies are correlated with cash-flow. This may either be explained as evidence of financing constraints, as excessive conservatism by managers, restraining investments to the internally generated cash-flow. The authors test the investment-cash-flow sensitivity in unquoted Belgian companies with a modified sales accelerator model, using unbalanced panel data and GMM techniques (Generalized method of moments). They show that investments in tangible fixed assets are positively related to cash-flow. Contrary to expectations, this sensitivity is not reduced, but it increases, when companies receive venture capital. They interpret the results as evidence of the presence of financing constraints and underinvestment problems in unquoted companies. Venture capital intermediaries are not able to eliminate financing constraints in Belgian unquoted companies.

30.  **“DEVELOPMENT PATH AND CAPITAL STRUCTURE OF BELGIAN BIOTECHNOLOGY FIRMS”** BY V. BASTIN, A. CORHAY, G. HÜBNER AND P.-A. MICHEL, RESEARCH SERIES, MAY 2002

This study investigates the relationship between the evolution of real options values and associated financing policies for Belgian companies in the sector of bio-industries. Each firm's situation

regarding the relevant types of real options is stylistically represented through a scenario tree. The consumption of a time-to-build or a growth option is respectively considered as a success or a failure in company development. Empirically, several variables enable to locate each company along the tree at any time. The study of transitions leads to discover that failures tend to trigger higher leverage, unlike in the trade-off theory. Yet, the increases in debt maturity, in lease and in convertible financing confirm the authors' predictions. Overall, the authors emphasize evidence of undercapitalization and of proper, yet insufficient, use of hybrid financing by biotech companies.

31.  **“GOVERNANCE AS A SOURCE OF MANAGERIAL DISCIPLINE”
BY J. FRANKS AND C. MAYER, RESEARCH SERIES, MAY 2002**


Anglo-American stock markets are much larger than their continental counterparts. Does investor protection and governance explain these differences? Using UK data, we examine four different forms of intervention which are supposed to promote good governance: takeovers, independent directors, outside shareholders, and providers of new finance. Which of these “four horses will win the race?”

Institutional shareholders remain passive in the face of poor performance. Takeovers are effective in replacing management but are not focussed on poorly performing companies. Independent directors entrench poor performers and do not discipline management; they are advisors not monitors. The only effective mechanism for replacing management of poor performers and the providers of outside finance. When a poor performer needs outside finance, only then are outside shareholders willing to impose management changes.

Is governance in Continental Europe more effective? The answer is not obviously so. Indeed in one important respect Germany looks worse. When there are major changes of ownership, the gains accruing to shareholders are much lower than in the UK or US. Moreover, those gains accrue to large German shareholders. Smaller shareholders hardly gain at all. One explanation is that restructuring German companies is more difficult and more costly than in the US or UK.

32.  **“FINANCING CONSTRAINTS, FIXED CAPITAL AND
R&D INVESTMENT DECISIONS OF BELGIAN FIRMS”
BY M. CINCERA, RESEARCH SERIES, MAY 2002**

This paper aims at assessing the relationship between the possible existence of financial constraints and the decisions of Belgian private firms as regards their investments in both capital and R&D investments over the last decade. The main system GMM (Generalized method of moments) estimates from the error-correction equations indicate that the sensitivity of both types of investments to cash-flow variations are rather differentiated. On the whole, these effects are more important for investments in ordinary assets, young small-scale firms located in the Walloon region that are not part of a multinational. Firms that perform R&D on a permanent basis and that receive public funds to support these activities appear to be less cash constrained.

33.  **“INVESTMENT, R&D AND LIQUIDITY CONSTRAINTS:
A CORPORATE GOVERNANCE APPROACH TO THE BELGIAN
EVIDENCE” BY P. VAN CAYSEELE, RESEARCH SERIES,
MAY 2002**

This contribution presents a novel instrument to control for investment opportunities in studying the investment-cash-flow sensitivity. More in particular it introduces the book value of R&D. The author argues this instrument has advantages over other theories of investment, especially when focussing on the corporate governance aspects of the investment-cash-flow sensitivity. On the other hand, it implies the investment-cash-flow sensitivity can only be studied in high-tech environments. These have corporate governance problems of their own. To investigate their effect, a signalling model is extended for R&D induced investment opportunities, and estimated on a panel of Belgian data.

Verantwoordelijk uitgever

J. Hilgers

Directeur

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

Contactpersoon voor het Tijdschrift

M. Ph. Quintin

Chef van de dienst Communicatie

Tel.: 32 (0)2.221.22.41 – Fax: 32 (0)2.221.30.91
e-mail: philippe.quintin@nbb.be