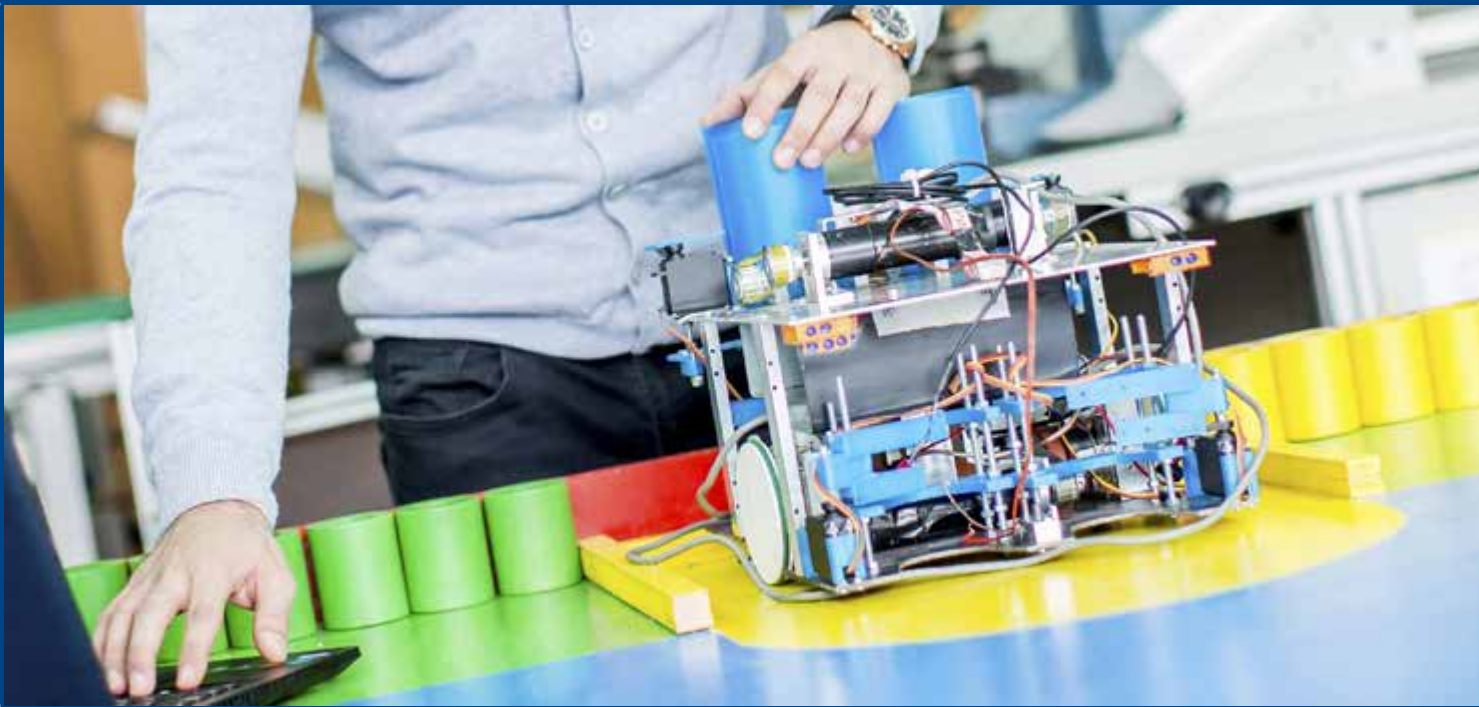


Economisch Tijdschrift

December 2016



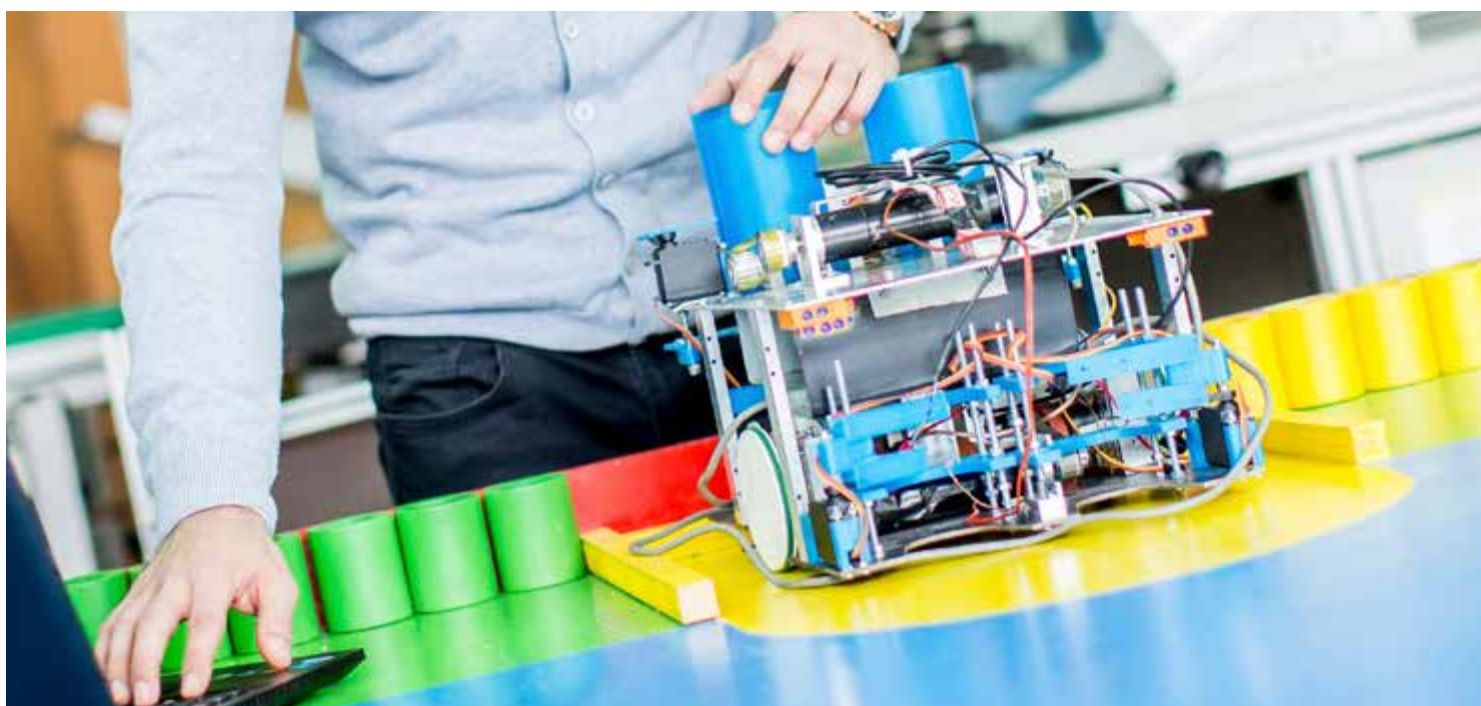
© Nationale Bank van België

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

ISSN 1371 - 1229

Economisch Tijdschrift

December 2016



Inhoud

ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR BELGIË – NAJAAR 2016	7
HELIKOPTERGELD EN SCHULDGEFINANCIERDE BEGROTINGSSTIMULANS: IN FEITE HETZELFDE ?	33
DE SOCIAALECONOMISCHE TRANSITIES OP DE ARBEIDSMARKTEN: EEN EUROPESE BENCHMARKING-OEFENING	45
DRIE GEWESTEN, DRIE ECONOMIEËN ?	65
WAT LEERT DE EUROPESE ENQUÊTE NAAR DE LOONVORMING ONS ?	81
DE HOUDBAARHEID VAN DE OVERHEIDSFINANCIËN IN HET LICHT VAN DE VERGRIJZING	95
HET TRANSMISSIEMECHANISME VAN NIEUWE EN TRADITIONELE INSTRUMENTEN VAN MONETAIR EN MACROPRUDENTIEEL BELEID	113
RESULTATEN EN FINANCIËLE SITUATIE VAN DE ONDERNEMINGEN IN 2015	127
SUMMARIES OF ARTICLES	169
ABSTRACT FROM THE WORKING PAPERS SERIES	173
CONVENTIONELE TEKENS	177
LIJST VAN AFKORTINGEN	179

Economische projecties voor België – Najaar 2016

Inleiding

Volgens de recentste schattingen zou de jaargroei van de wereldeconomie in 2016 nog wat verder terugzakken in vergelijking met het al matige tempo van een jaar eerder. Bovendien waren er ook dit jaar opnieuw diverse schokken die voor periodes van hevige volatiliteit op de financiële markten hebben gezorgd. Een van de belangrijkste daarvan was de onverwachte uitslag van het zogeheten brexit-referendum in het Verenigd Koninkrijk op 23 juni, vlak na de publicatie van de recentste voorjaarsprognoses van de Bank. Het vooruitzicht dat een van de grootste EU-economieën uit de Unie zou stappen, deed vele internationale en nationale instellingen vrezden voor een forse knip in de groeivoorzichten voor het Verenigd Koninkrijk en, via het handelsverkeer en de toegenomen macro-economische onzekerheid, ook in die voor de andere landen van de EU en de wereld. Gelet op het aandeel van de toegevoegde waarde dat kan worden teruggevoerd op de Britse finale vraag, is België, na Ierland, in het eurogebied overigens het meest kwetsbaar voor een groeivertraging in het Verenigd Koninkrijk.

Toch bleek de wereldeconomie opvallend robuust: de mondiale groei verzwakte niet verder in de tweede jaarhelft en lijkt sinds de zomer zelfs enigszins te hebben aantrokken. Dat is in de eerste plaats te danken aan de verbeterende situatie in en de afnemende bezorgdheid over de opkomende economieën. Zo lijken bepaalde landen, zoals Rusland en Brazilië, geleidelijk te herstellen van de diepe recessies waarin ze waren terechtgekomen. Verder blijft, volgens de officiële statistieken, het moeizame herbalanceringsproces van de Chinese economie samengaan met een nog steeds krachtige en relatief stabiele groei en is het risico op een harde landing verkleind, ook al is dat mede te danken aan een kredietgroei die op termijn onhoudbaar kan blijken. Voorts blijven ook de signalen

uit bepaalde ontwikkelde landen gunstig. In de Verenigde Staten trekken de economie en de arbeidsmarkt verder aan, wat nu ook de gemiddelde lonen duidelijk verhoogt, terwijl de Japanse economie na de inzinking eind 2015 dit jaar een matige positieve groei blijft vertonen. In het eurogebied bleef de economie in een traag maar constant tempo van 0,3% per kwartaal groeien, zoals ongeveer werd verwacht in de lenteprognoses van het Eurosysteem. Opvallend is ook dat de groeiverschillen tussen de individuele landen sterk lijken af te nemen: in het derde kwartaal van 2016, bijvoorbeeld, lieten alle eurolanden al positieve groeicijfers optekenen.

Ten slotte heeft het brexit-referendum voornamelijk weinig impact gehad op de Britse groei, zoals blijkt uit de eerste statistieken met betrekking tot de groei in het derde kwartaal, die na het referendum amper is teruggevallen ten opzichte van een kwartaal eerder en overigens hoger blijft dan die in het eurogebied. Dat kan niet los worden gezien van de bijsturing van het monetair beleid en van de daaropvolgende depreciatie van het Britse pond, en evenmin van de vrij snelle afname van de politieke onzekerheid. Ook de vooruitzichten voor de nabije toekomst zijn op dit ogenblik duidelijk minder somber dan onmiddellijk na het referendum. De onzekerheid over de uiteindelijke nieuwe relatie van het Verenigd Koninkrijk met de EU blijft natuurlijk relevant en het lijkt weinig twijfel dat een effectief vertrek uit de EU en grotere beperkingen op het handels- en personenverkeer, bij overigens gelijkblijvende omstandigheden, zullen wegen op zowel de werkelijke als de potentiële groei. Dat geldt overigens meer algemeen voor alle verschuivingen in de richting van meer protectionisme en isolationisme.

Een positieve factor die de mondiale groei in de loop van 2016 heeft verbreed en verstevigd, is namelijk

het – weliswaar nog bescheiden herstel – van de handelsstromen. Deze laatste waren begin 2016 teruggevallen tot een historisch laag peil met een groei die ver achterbleef bij die van de mondiale bedrijvigheid. Dat is deels terug te voeren op cyclische factoren, maar een afnemende handelsselasticiteit van de groei vloeit ook voort uit ontwikkelingen die wellicht van meer structurele aard zijn, zoals het groeiende belang, in de wereldeconomie, van de opkomende landen met een lagere handelsintensiteit en de afnemende impuls van de verlenging van de mondiale waardeketens en van de verdere handelsliberalisering. Hoewel de verhouding tussen de groei van de invoervraag en het mondiale bbp ongerekend het eurogebied nog duidelijk lager zou blijven dan de eenheidselasticiteit, zou ze in 2016 toch wat zijn opgeveerd door, onder meer, de relatief hogere invoervraag van enkele ontwikkelde landen. Volgens de huidige gemeenschappelijke hypothesen voor de ramingen van het Eurosysteem, waarvan de belangrijkste voor België beschreven worden in Kader 1 van dit artikel, zou die handelsintensiteit van de groei gestaag blijven toenemen tot een normaler peil van zowat 1 tegen 2018. Dat was het niveau dat gold in de periode 2013-2014, maar door toedoen van de bovenvermelde structurele factoren ligt het nog steeds veel lager dan het tijdens de vorige decennia gebruikelijke gemiddelde peil.

De nieuwe Eurosysteem-ramingen waarvan de in dit artikel beschreven najaarsprognoses deel uitmaken, werden evenwel afgesloten op 24 november, middenin een nieuwe periode van volatiliteit na de Amerikaanse verkiezingen van begin november. De onzekerheid betreffende het toekomstige beleid in dat land, met name inzake begroting en handel, is duidelijk toegenomen. In de loop van november zijn de marktrentes dan fors gestegen, niet alleen in de Verenigde Staten, maar bijvoorbeeld ook in Europa. Hoewel dat in principe een ongunstige weerslag heeft op de investeringen – en, dus, op de groei –, lijkt de stijging hier in de eerste plaats voort te spruiten uit de marktverwachting dat een expansief begrotingsbeleid in de Verenigde Staten de inflatie en de groei zal doen oplopen, wat zich ook weerspiegelde in opverende Amerikaanse beurskoersen. Volgens de regels van dergelijke projectieoefeningen, kan in het basisscenario van de ramingen van het Eurosysteem echter niet worden vooruitgelopen op eventuele of waarschijnlijke toekomstige beleidskeuzen, wat in dit geval mogelijk opwaartse risico's impliceert voor de wereldgroei op korte termijn. Tegelijk is het duidelijk dat politieke schokken en een grotere beleidsonzekerheid de mogelijke foutenmarge rond deze centrale ramingen doen toenemen. De huidige Eurosysteem-ramingen reiken overigens voor het eerst tot 2019. Die periode komt overeen met de tijdshorizon

die wordt gebruikt bij de stresstests in het kader van het prudentieel toezicht op de financiële instellingen. Vanzelfsprekend is de onzekerheidsmarge rond macro-economische prognoses groter naarmate ze verder in de toekomst kijken.

Volgens de nieuwe Eurosysteem-prognoses zou de bedrijvigheid in het eurogebied tijdens de projectieperiode blijven groeien in een relatief matig maar vrij gestaag tempo van zowat 1,6 % à 1,7 %. Gelet op de, per saldo, relatief beperkte bijstelling van de gemeenschappelijke hypothesen, blijven de groeivoorzichten nagenoeg ongewijzigd in vergelijking met de ECB-prognoses van september 2016. De kortetermijnindicatoren blijven voor de nabije toekomst overigens nadrukkelijk wijzen op een aantrekkende groei vanaf het vierde kwartaal van 2016. Ook de inflatie in het eurogebied zal oplopen onder invloed van de stijgende olieprijs en de toenemende binnenlandse kostendruk, maar ook in 2019 blijft ze nog lager dan 2 %.

Wat België betreft, is de groeiraming voor 2016 licht neerwaarts bijgesteld tot 1,2 %, wat evenwel enkel voortvloeit uit een neerwaartse herziening van de kwartaalgroei in het begin van het jaar door het INR. De groei blijft in 2016, net als in de voorgaande jaren, achter bij die in de buurlanden en in het eurogebied als geheel. Dat kan, volgens de huidige kwartaalrekeningen, vooral worden teruggevoerd op de lagere consumptie door de overheid, maar ook door de gezinnen. Het recente loonmatigingsbeleid maakt deel uit van de noodzakelijke inspanning om de kostenconcurrentiekracht te herstellen en de groei op langere termijn te verhogen, maar kan op korte termijn op de bestedingen wegen. Vanaf 2017 zou de bedrijvigheid wel opnieuw aantrekken, door een krachtiger expansie van de gezinsconsumptie die op haar beurt aangedreven wordt door een solide inkomensgroei, en zodoende nauwer aansluiten bij het groeitempo in het eurogebied. De groeiramingen zijn voor de jaren 2017-2018 amper, met gemiddeld minder dan 0,1 procentpunt, bijgesteld in vergelijking met de recentste voorjaarsprognoses. De negatieve invloed van de minder gunstige gemeenschappelijke hypothesen werd immers grotendeels tenietgedaan door een geraamde sterkere groei van de particuliere investeringen en een iets grotere impact van de winsten inzake concurrentiekracht op de uitvoer in de loop van 2017, in beide gevallen onder meer op basis van de recentste statistieken.

De arbeidsmarkt blijft een krachtig herstel vertonen en de werkgelegenheidsgroei in de eerste jaarhelft was zelfs nog iets groter dan verwacht in de voorjaarsprognoses van de Bank. Het lijkt weinig twijfel dat die groei

wordt aangedreven door de recente beleidsmaatregelen, met name de loonkostenmatiging, die arbeid relatief goedkoper maakt, en bepaalde structurele hervormingen van de arbeidsmarkt. Dat wordt ook weerspiegeld in de sterk toegenomen arbeidsintensiteit van de groei. De huidige prognoses gaan er evenwel van uit dat deze bijkomende stimulus, ondanks de in oktober aangekondigde verdere arbeidsmarkthervormingen, zal wegebben en dat de verhouding tussen de groei van de werkgelegenheid en die van de bedrijvigheid geleidelijk terugkeert naar een peil dat meer aansluit bij de historische gemiddelden. Daardoor zou ook de productiviteitsgroei, die in 2016 zelfs negatief was, opnieuw aantrekken. Al met al zouden er over de drie jaar van 2017 tot 2019 toch nog ruim 120 000 bijkomende arbeidsplaatsen worden gecreëerd. Ondanks de verdere toename van de actieve bevolking doet dat de werkloosheidsgraad dalen tot 7,6 %, wat wel nog iets hoger is dan het peil van net vóór de grote recessie.

De inflatie is de afgelopen maanden verder gestegen tot zowat 2 % op jaarbasis, vooral onder impuls van de uitbodeming en de stijging van de energieprijzen. Hoewel de maandcijfers wat meer variatie vertonen, zou ze, uitgedrukt in jaargemiddelden, volgens de huidige ramingen tijdens de projectieperiode vrij constant blijven op dat peil van 2 %. De groei van de winstmarges van de ondernemingen, die in 2015 en 2016 heel hoog was en de neerwaartse impact van de loonkostenmatiging op de inflatie in belangrijke mate tenietdeed, zou wel afnemen maar daartegenover staan geleidelijk stijgende loonkosten. In de lente van dit jaar kwam er immers een einde aan de indexsprong. Bij ontstentenis van een centrale loonnorm voor de periode van 2017 tot 2019 werd daarnaast, net als in de voorjaarsprognoses, uitgegaan van de technische hypothese dat de conventionele loongroei, tegen de achtergrond van een krupper wordende arbeidsmarkt en een stijgende productiviteit, zou toenemen tot 1 % in 2018, een assumptie die nu ook werd doorgetrokken tot 2019. Al met al zou het inflatieverschil met de rest van het eurogebied verkleinen maar in 2019 nog steeds positief blijven.

Wat de overheidsfinanciën betreft, ten slotte, zou het begrotingstekort in 2016 net uitkomen op 3 % bbp. Het zou in 2017 wel afnemen, maar vervolgens vrijwel ongewijzigd blijven. De bijkomende rentewinsten van naar raming 0,4 % bbp van 2017 tot 2019 zouden immers worden gecompenseerd door een verdere structurele versoepeling van het begrotingsbeleid, die vooral te maken heeft met het feit dat de in het kader van de taxshift geplande bijkomende lastenverlagingen in 2018 en 2019 nog niet volledig zijn gefinancierd.

Aan het einde van de projectieperiode zou het tekort 2,3 % belopen, wat nog ver verwijderd is van de doelstelling van een begroting in evenwicht in structurele termen. De overheidsschuld zou in 2019 amper zijn gedaald tot onder het vorig jaar bereikte peil. Hierbij moet er worden aan herinnerd dat, overeenkomstig de regels van het Eurosysteem voor dergelijke projectieoefeningen, enkel rekening wordt gehouden met de maatregelen die de overheid op de afsluitingsdatum van de ramingen reeds voldoende heeft gepreciseerd en formeel goedgekeurd, of die ze zeer waarschijnlijk zal goedkeuren. Bovendien wijken de ramingen van de begrotingsimpact van bepaalde maatregelen, zoals die inzake fraudebestrijding, af van de in de begroting opgenomen bedragen.

1. Internationale omgeving en hypothesen

1.1 Wereldeconomie

In 2016 bleef de groei van de wereldeconomie al met al gematigd, in een door tal van onzekerheden gekenmerkte omgeving. Na een weifelende start werden in de tweede helft van het jaar enkele tekenen van versnelling van de bedrijvigheid zichtbaar, onder meer dankzij de robuuste particuliere consumptie. Gesteund door het accommoderend monetair beleid en de lage energieprijzen toonden de geavanceerde economieën zich vrij veerkrachtig, ondanks de bezorgdheid als gevolg van de brexit. In de opkomende economieën en de landen die grondstoffen exporteren, liet de bedrijvigheid na het dieptepunt van eind 2015 een gematigde en geleidelijke versnelling optekenen. Er blijven evenwel duidelijke verschillen bestaan tussen de landen.

Na de invoering van een nieuw, als duurzamer beschouwd groeimodel, is de groei van de Chinese economie zoals verwacht opnieuw licht gedaald. Met 6,7 % stabiliseerde de groei zich echter op een robuust niveau dat beantwoordt aan de officiële doelstelling, namelijk een groei tussen 6,5 en 7 %. Stimuleringsmaatregelen en een nog steeds forse kredietgroei bleven de productiestijging schragen. Zoals blijkt uit de dynamische consumptie en de geleidelijke verschuiving van de bedrijvigheid van de industrie naar de diensten, heeft de herbalancering van de economie ten voordele van een interne groei zich zonder noemenswaardige moeilijkheden voortgezet. In de grondstoffenexporterende landen bleef de economische bedrijvigheid over het algemeen gebukt gaan onder de aan de gang zijnde transitie in de Chinese economie en de lage prijzen voor

grondstoffen. Brazilië is terechtgekomen in een diepe recessie, nog verergerd door een politieke crisis die het vertrouwen zwaar heeft aangetast. Het einde van de activiteitsvertraging lijkt evenwel stilaan in zicht, gelet op de recente prijsstijging voor grondstoffen en de lichte versnelling van de uitvoer onder invloed van de voorbije depreciatie van de real. De Russische economie, die verzwakt was door de internationale sancties als reactie op het conflict in Oekraïne en door de daling van de olie-prijzen, vertoonde tekenen van stabilisering als gevolg van het herstel van de prijzen voor ruwe aardolie. In India, tot slot, bleef de economische groei solide tegen de achtergrond van de verbetering van de ruilvoet, de daling van de inflatie en verscheidene hervormingen met het oog op de verbetering van het ondernemingsklimaat. Het land laat nog steeds de sterkste groei van de grote wereldeconomieën optekenen.

Na een vertraging aan het begin van het jaar, heeft de Amerikaanse economie in het derde kwartaal opnieuw aangetrokken. De versnelling van de groei weerspiegelde voor een zeer groot deel de forse stijging van de uitvoer en, in mindere mate, de toegenomen voorraadopbouw en een stijging van de federale regeringsuitgaven. De groei van de consumptieve bestedingen vertraagde, maar bleef krachtig, en is nog steeds de belangrijkste motor van de bedrijvigheid. Hij werd vooral geschraagd door loonstijgingen en de aanhoudende toename van de werkgelegenheid. De werkloosheidsgraad is immers teruggelopen tot minder dan 5 %, terwijl de uurlonen tegen het einde van het jaar de sterkste stijging sedert 2009 lieten optekenen.

In Japan nam de bedrijvigheid in het eerste kwartaal van het jaar fors toe vooraleer wat te vertragen in de volgende kwartalen. Al met al bleef de economie in een gematigd tempo groeien, onder impuls van een veerkrachtige consumptie, geschraagd door de geleidelijke stijging van de werkgelegenheid en van de inkomens. De Japanse economische groei trok met name ook profijt van zeer gunstige financiële voorwaarden en steunmaatregelen van de overheid. Hij werd evenwel getemperd door de vertraging van de vraag van de opkomende economieën en de appreciatie van de yen, twee factoren die de uitvoer aanzienlijk hebben gedrukt.

In het Verenigd Koninkrijk heeft de onverwachte uitslag van het brexit-referendum op 23 juni vooralsnog niet zwaar gewogen op de groei, die in het derde kwartaal amper is teruggevallen. Ook de vooruitzichten voor de nabije toekomst zijn al veel minder somber dan in de eerste analyses van diverse instellingen werd aangegeven, zoals o.m. blijkt uit de duidelijke opwaartse bijstelling van de groei-ramingen voor 2016 en 2017

door de Bank of England in haar Inflation Report van november 2016 in vergelijking met de editie van augustus. Dat is ongetwijfeld mee te danken aan de aanpassing van het monetair beleid en de relatief snelle daling van de politieke onzekerheid. De macro-economische effecten op langere termijn blijven evenwel onduidelijk. De onzekerheid over de toekomstige relaties tussen de EU en het Verenigd Koninkrijk zou de investeringen en de jobcreatie kunnen drukken. De sterke depreciatie van het Britse pond tegenover de euro in de tweede helft van het jaar dreigt bovendien de externe vraag van het eurogebied verder af te remmen, aangezien het Verenigd Koninkrijk een van de belangrijkste handelspartners is van het eurogebied. Ten slotte zullen het effectieve vertrek uit de EU en grotere beperkingen op het handels- en personenverkeer, bij overigens gelijkblijvende omstandigheden, onvermijdelijk wegen op zowel de werkelijke als de potentiële groei van het Verenigd Koninkrijk en zijn handelspartners.

In het eurogebied zelf nam de bedrijvigheid aan het begin van het jaar sterk toe, mede dankzij een aantal tijdelijke effecten. Later vertraagde de groei enigszins, zoals voorspeld in de voorgaande projecties van het Eurosysteem. De driemaands bbp-groei liep terug van 0,5 % in het eerste tot 0,3 % tijdens de twee volgende kwartalen. De particuliere consumptie, geschraagd door een geleidelijke verbetering van de situatie op de arbeidsmarkt, bleef de belangrijkste groei-motor. Onder invloed van gunstige financieringsvoorwaarden hebben ook de investeringen een significante bijdrage geleverd, terwijl de uitvoer werd getemperd door de inertie van de wereldhandel.

Alle landen hebben in 2016 bijgedragen tot de economische groei van het eurogebied, met mogelijke uitzondering van Griekenland, dat zijn netto-uitvoer aanzienlijk zag teruglopen tegen de achtergrond van de nog altijd geldende kapitaalcontroles. De divergentie tussen de lidstaten is over het algemeen afgenomen. Bij de grote landen kon Duitsland profiteren van de krachtige binnenlandse consumptie en werkgelegenheidscreatie, hoewel de groei in de loop van het jaar aanzienlijk terugviel. Na een sterk jaarbegin is de economie in Italië en in Frankrijk gestagneerd, maar in het derde kwartaal heeft de groei opnieuw enigszins aangetrokken. In Spanje zette het herstel zich daarentegen stevig door, geschraagd door de binnenlandse consumptie en de uitvoer.

Na een dieptepunt in april is de inflatie in het eurogebied geleidelijk opnieuw toegenomen. Met 0,5 % in oktober bleef ze evenwel ver onder de doelstelling van de ECB, namelijk dicht bij 2 %. De toename van de

inflatie weerspiegelde bovendien grotendeels de minder negatieve energieprijzinflatie, in overeenstemming met de stijging van de aardolieprijs. De onderliggende inflatie, waarin levensmiddelen en energiedragers buiten beschouwing gelaten worden, gaf tijdens het jaar een licht dalend verloop te zien, als gevolg van de nog altijd zwakke dynamiek van de prijs- en loonvorming. Ze beliep 0,8 % in oktober, tegen 1,0 % in januari. De volgende maanden zou de totale inflatie verder toenemen onder invloed van positieve basiseffecten van de energieprijzen.

De mondiale handelsstromen zijn, ook in verhouding tot de groei van de bedrijvigheid, begin 2016 tot een absoluut dieptepunt teruggevallen. Naast het toenemende belang – in het mondiaal bbp – van de opkomende economieën, die vooralsnog een geringere handelsintensiteit hebben, en andere structurele factoren zoals het verdwijnen van de impact van de handelsliberalisering en van de verlenging van de mondiale waardeketens, is dat ook te wijten aan enkele specifieke conjuncturele elementen. Zo worden de zwakke investeringen beschouwd als een belangrijke factor achter deze vertraging. De transitie van China naar een economie die steunt op consumptie en diensten en dus minder afhankelijk is van de invoer van grondstoffen en machines alsook de daling van de kapitaaluitgaven van de landen die basisproducten uitvoeren, zouden in dat opzicht een bepalende rol spelen. Toch vertoont de handel in de loop van 2016 enige tekenen van herstel, vooral dankzij de opverende importvraag in bepaalde ontwikkelde economieën.

De financiële markten werden aan het begin van het jaar geconfronteerd met een eerste golf van onrust, als gevolg van nieuwe bezorgdheid over de groei van de opkomende landen en de winstgevendheid van de banksector. Tegelijk met de verbetering van de vooruitzichten voor de mondiale groei, nam de risicobereidheid van de beleggers echter snel opnieuw toe, hetgeen de volatiliteit drukte, de activaprijzen schraagde en de risicopremies verminderde. Het sentiment met betrekking tot de opkomende economieën verbeterde eveneens als gevolg van de verwachtingen inzake een lange periode van lage rente in de geavanceerde economieën, de afnemende bezorgdheid over de Chinese groei en het gunstige verloop van de grondstoffenprijzen. De terugkeer van de kapitaalstromen naar deze landen ging gepaard met een duidelijke stijging op de beurzen en een appreciatie van hun valuta's. Eind juni reageerden de markten heftig op de stemming ten voordele van het vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie. Terwijl een golf van optimisme de activaprijzen tijdens de voorgaande dagen had opgedreven, deed het onverwachte resultaat van het

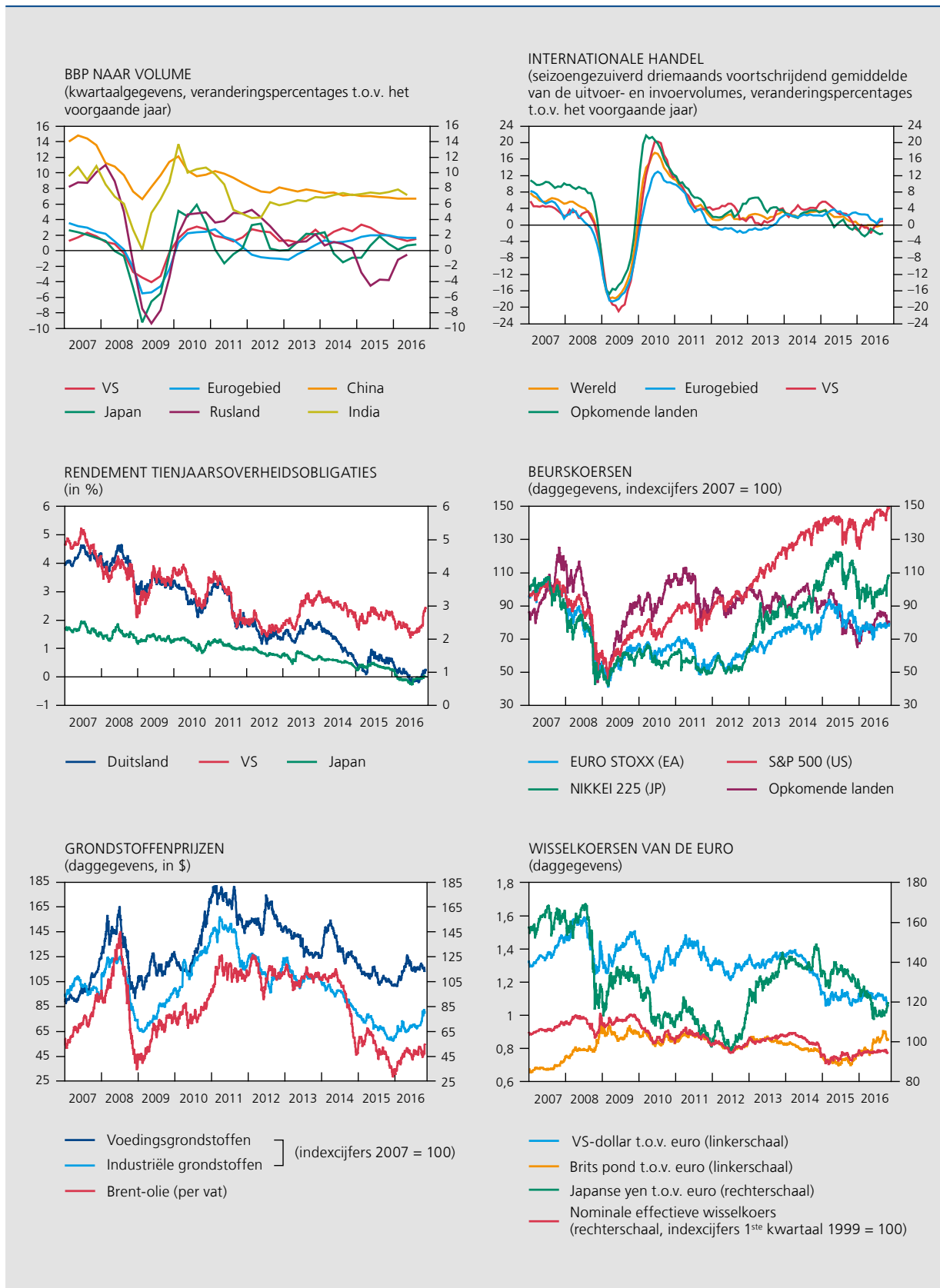
referendum de beurskoersen kelderen en de risicoloze rendementen afnemen. Terzelfder tijd liep de koers van het Britse pond sterk terug, terwijl de Amerikaanse dollar en de Japanse yen apprecieerden. Ondanks de hevige eerste reacties, bedaarden de gemoederen zodra de centrale banken zich bereid verklaarden voldoende liquiditeiten te verschaffen en indien nodig nieuwe maatregelen te nemen ter versoepeling van het monetair beleid. Vervolgens ebde de onrust verder weg tegen de achtergrond van de aarzelende verbetering van de vooruitzichten voor de wereldeconomie. De koers van het Britse pond is evenwel laag gebleven en na de herevaluatie van de toekomstige monetairbeleidskoersen bevinden de rendementen op overheidspapier zich nog altijd in de buurt van hun historisch dieptepunt.

Op de valutamarkten is de euro gemiddeld beschouwd zeer stabiel gebleven ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Een mogelijke versterking van de dollar werd onderdrukt doordat de Amerikaanse Federal Reserve de rente ongewijzigd hield, na de verhoging van de basisrentetarieven in december 2015. De euro is daarentegen licht gestegen in effectieve termen, onder meer als gevolg van de duidelijke appreciatie ten opzichte van het Britse pond, die de achteruitgang ten opzichte van andere valuta's ruimschoots compenseerde.

De prijzen voor ruwe aardolie, die medio januari tot minder dan \$ 30 waren teruggelopen, namen tijdens de eerste helft van het jaar aanmerkelijk toe en stegen tot meer dan \$ 50 in de zomer. In de tweede jaarhelft waren de olieprijsen volatieler. Nadat ze begin oktober een piek bereikten, liepen ze opnieuw terug tot minder dan \$ 50. Geschraagd door een recordproductie van de OPEC-landen en de toegenomen productie van Rusland bleef het aanbod krachtig, terwijl de vraag vertraagde, zowel in de geavanceerde economieën als in de opkomende landen. Als reactie op het OPEC-akkoord van eind november over een productiebeperking, zijn de olieprijsen wel weer duidelijk opgeveerd. Over het algemeen namen de grondstoffenprijzen ongerekend energie tijdens de eerste helft van het jaar gematigd toe en bleven ze vervolgens stabiel. De opgetekende prijsstijging houdt rechtstreeks verband met de hogere prijzen voor energie, die zowel voor de industriële als voor de landbouwproductie een belangrijke input vormt.

Tegen het einde van het jaar veroorzaakte de onverwachte uitslag van de Amerikaanse verkiezingen van 8 november diverse schokken, zowel op de financiële markten als op de valuta- en de grondstoffenmarkten. De door de winnende kandidaat in het vooruitzicht gestelde grootschalige infrastructuurinvesteringen en belastingverlagingen hadden een al met al gunstig

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



Bronnen: CPB Wereldhandelsmonitor, OESO, Thomson Reuters Datastream.

TABEL 1 PROJECTIES VOOR DE VOORNAAMSTE ECONOMISCHE ZONES

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

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

Bron: OESO.

(1) Consumptieprijsindex.

(2) In % van de beroepsbevolking.

effect op de aandelenmarkten. De Amerikaanse beurzen gingen omhoog en lieten nieuwe records optekenen. Geconfronteerd met het inflatierisico van een dergelijk budgettair stimuleringsplan tegen de achtergrond van de nagenoeg volledige werkgelegenheid in de Amerikaanse economie, en derhalve met een mogelijk snellere verhoging van de rente door de Federal Reserve, hebben de beleggers zich daarentegen afgewend van de obligatiemarkten. In de week na de verkiezingen gingen de rendementen op Amerikaanse schatkistbons aanzienlijk omhoog, waarbij het tarief op tien jaar met meer dan 40 basispunten toenam. Deze stijging sloeg over naar de andere regio's in de wereld, met inbegrip van het eurogebied en de opkomende economieën. In het licht van het toegenomen risico op kapitaalvlucht,

namen de rentetarieven in deze laatste regio's over het algemeen zelfs sterker toe. Op de valutamarkten apprecieerde de dollar, meer bepaald ten opzichte van een aantal opkomende valuta's zoals de Mexicaanse peso of de Braziliaanse real.

Het onverwachte resultaat van de Amerikaanse verkiezingen heeft de markten dus onmiskenbaar beïnvloed. Meer algemeen is de onzekerheid betreffende, vooral, het toekomstige begrotings- en handelsbeleid in de Verenigde Staten sterk toegenomen. Mogelijke belangrijke koerswijzigingen in dit verband kunnen een grote weerslag hebben op de Amerikaanse en mondiale groei en vergroten dus de onzekerheidsmarges rond deze najaarsprognoses.

Kader 1 – Hypothesen voor de projecties

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

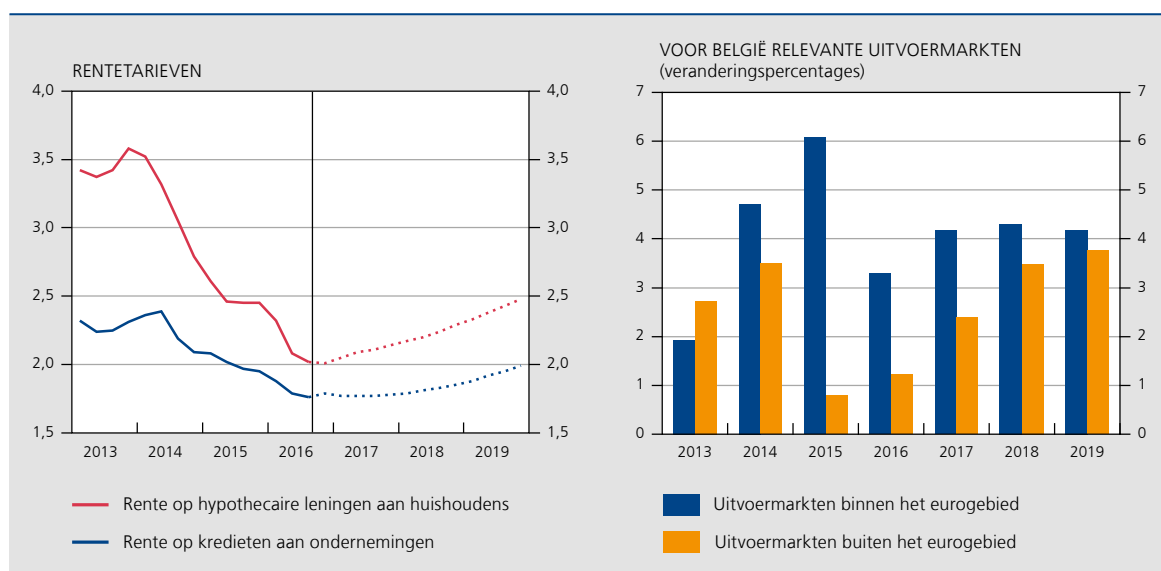
Bij de bepaling van de toekomstige wisselkoersen wordt ervan uitgegaan dat deze voor de volledige projectieperiode constant zullen blijven op het peil dat gemiddeld werd opgetekend tijdens de laatste tien werkdagen vóór de vastlegging van de hypothesen op 18 november 2016. Wat de Amerikaanse dollar betreft, gold toen een wisselkoers van \$ 1,09 voor € 1. Er zij opgemerkt dat de dollar in de nasleep van de Amerikaanse verkiezingen inmiddels verder is geapprecieerd.

Voor de toekomstige prijzen van minerale oliën wordt zoals gewoonlijk rekening gehouden met de marktverwachtingen die blijken uit de termijncontracten op de internationale markten. Na de opmerkelijke prijsdalingen die in het najaar van 2014 aanvingen, zette de prijs van een vat Brent-olie begin 2016 weer een duidelijk opwaartse beweging in. Medio november 2016 verwachtten de markten dat de prijs van een vat Brent-olie over de projectieperiode geleidelijk verder zou stijgen: van gemiddeld \$ 43 in 2016 tot ongeveer \$ 55 in 2019. Dat sluit voor de periode 2017-2018 nauw aan bij de hypothesen uit de voorjaarsprognoses.

Ook de hypothesen met betrekking tot de rentetarieven berusten op marktvooruitzichten van medio november 2016. De rente op driemaands interbancaire deposito's kwam in de tweede helft van 2016 op zowat -30 basispunten uit en zou pas tegen het einde van de projectieperiode opnieuw positief worden. De Belgische lange rente zou fors aantrekken, van 0,2 % in het derde kwartaal van 2016 tot gemiddeld 1,3 % in 2019.

RENTETARIEVEN EN VOLUME-GROEI VAN DE UITVOERMARKTEN

(in %)



Bron: Eurosysteem.

Het verwachte verloop van de rentes die banken toepassen op investeringskredieten van ondernemingen en op hypothecaire kredieten van particulieren, kan echter enigszins afwijken van dat van de marktrenten. Zo is de gemiddelde hypothecaire rente, mede door het sterk accommoderend monetair beleid van de ECB en de daaruit voortvloeiende overvloedige liquiditeit, historisch laag en zou ze de opwaartse beweging in de lange marktrente slechts geleidelijk volgen: die rente zou oplopen van ongeveer 2,0% medio 2016 tot 2,5% tegen het einde van de projectieperiode. De gemiddelde rente op kredieten aan ondernemingen, die nauwer aansluit bij het kortetermijnsegment, zou tijdens de projectieperiode minder sterk stijgen: in 2019 zou ze uitkomen op gemiddeld 1,9%, wat amper uitstijgt boven het gemiddelde peil van 2016.

Hoewel de verwachtingen ten aanzien van de mondiale economische groei, ongerekend het eurogebied, sinds de voorjaarsprognoses van juni 2016 niet sterk zijn versomberd, heeft het bovenvermelde recente zwakke verloop van de internationale handel er wel toe genoopt de handelsintensiteit van die mondiale groei voor 2016 en 2017 verder neerwaarts te herzien. Daardoor wordt vooral de groei van de afzetmarkten buiten het eurogebied getemperd, die na het historische dieptepunt van 2015 dus ook in 2016 en 2017 nog steeds zeer laag zou blijven. Al met al zou de groei van de afzetmarkten voor de Belgische uitvoerders over de projectieperiode wel gestaag blijven aantrekken, tot gemiddeld 4% in 2019.

Het verloop van de Belgische uitvoer wordt niet alleen bepaald door de groei van die afzetmarkten, maar ook door het verloop van de marktaandelen en, derhalve, door het Belgisch concurrentievermogen. Wat de kostenaspecten van dit concurrentievermogen betreft, is het verloop van de door concurrenten op de uitvoermarkten gehanteerde prijzen van belang. Bij een constant geachte wisselkoers leidt de aantrekkende inflatie – in het eurogebied maar ook elders – tijdens de komende jaren opnieuw tot een opwaartse prijsdruk bij de concurrenten van de Belgische uitvoerders.

HYPOTHESEN BIJ DE PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM

(in %, tenzij anders vermeld)

	2016	2017	2018	2019
	(jaargemiddelden)			
Wisselkoers van de euro t.o.v. de Amerikaanse dollar	1,11	1,09	1,09	1,09
Aardolieprijs (Amerikaanse dollar per vat)	43,1	49,3	52,6	54,6
Driemaands interbancaire rente in euro	-0,26	-0,27	-0,18	-0,01
Rente op tienjaars obligaties van de Belgische Staat	0,5	0,8	1,1	1,3
Rente op kredieten aan ondernemingen	1,8	1,8	1,8	1,9
Rente op hypothecaire leningen aan huishoudens	2,1	2,1	2,2	2,4
	(veranderingspercentages)			
Voor België relevante uitvoermarkten	2,4	3,4	4,0	4,0
Prijzen van de concurrenten bij de uitvoer	-3,3	2,1	2,1	1,9

Bron: Eurosysteem.

Al met al heeft de bijstelling van de hypothesen ten opzichte van de meest recente voorjaarsramingen voor de periode tot 2018 een veeleer negatieve impact op de Belgische groeivoorzichten. De neerwaartse impact van het minder gunstig verloop van de afzetmarkten wordt immers slechts ten dele gecompenseerd door de goedkopere euro.

1.2 Ramingen voor het eurogebied

De groeiramingen in de najaarsprognose van het Eurosysteem sluiten heel dicht aan bij de vorige projecties van zowel de ECB (september 2016) als het Eurosysteem (juni 2016). De economie van het eurogebied zou in de hele projectieperiode in een relatief constant tempo van 1,6 % à 1,7 % groeien. De beperkte terugval in de laatste twee jaren is onder meer terug te voeren op een vertraging van de Duitse economie, waar aanbodrestricties op de arbeidsmarkt geleidelijk meer op de groei zouden gaan wegen. In vergelijking met de recentste ramingen van de ECB houden deze najaarsprognoses een minimale opwaartse herziening in van de groeiraming voor het eurogebied voor 2016 en 2017, ondanks de, weliswaar beperkte, bijstelling van de gemeenschappelijke technische en internationale assumpties die de groei in principe zou verlagen door een hogere marktrente op lange termijn en een wat minder dynamische buitenlandse vraag. De kortetermijnvooruitzichten blijven, op basis van onder meer vertrouwensindicatoren, immers in de richting wijzen van een duidelijk opverende economische groei eind 2016 en begin 2017.

De groei wordt verder ondersteund door de gunstige randvoorwaarden, zoals de relatief goedkope euro en het lage rentepeil, die mede in de hand zijn gewerkt door het monetair beleid. De zwakke buitenlandse vraag drukt de groeibijdrage van de netto-uitvoer momenteel nog wel maar dat wordt gecompenseerd door een krachtige

toename van de binnenlandse vraag, die niet alleen door de particuliere consumptie, maar ook door de investeringen wordt geschraagd. Naarmate de mondiale groei en handel in de projectieperiode weer aantrekken, veert ook de uitvoer van het eurogebied weer meer op, wat de vertragende consumptie door de huishoudens en de overheid in belangrijke mate compenseert.

In de projectieperiode zou de inflatie sterk toenemen, ook al blijft zij eind 2019 nog wat lager dan 2 %. Hoewel die toename mede wordt bepaald door de ommekeer in de energiecomponent, die door het recente en verwachte verloop van de olieprijsen de prijsgroei vanaf 2017 niet meer drukt, veert ook de onderliggende inflatie – dat is de inflatie ongerekend de volatiele componenten – sterk op: tegen 2019 zou zij zowat verdubbelen in vergelijking met het huidige peil van minder dan 1 %. Dat weerspiegelt vooral de snel oplopende groei van de lonen tegen de achtergrond van een aantrekkende arbeidsmarkt.

De werkgelegenheid is in de recente periode immers fors toegenomen: in verhouding tot de groei van de bedrijvigheid is het recente herstel op de arbeidsmarkt zelfs belangrijker dan wat op basis van historische elasticiteiten kon worden verwacht. Hoewel onder meer ook trendmatige verschuivingen naar meer arbeidsintensieve bedrijfstakken daarbij een rol spelen, is dat mede te danken aan de afname van de loonkosten en de structurele hervormingen in bepaalde landen. Volgens de prognoses zou de werkgelegenheidsintensiteit van de groei wel geleidelijk

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

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

Bron: ECB.

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

(2) In % van de beroepsbevolking.

(3) In % bbb.

terugvallen naarmate de impact van deze recente maatregelen op de jobcreatie verdwijnt. Toch hebben zij een blijvend effect op het niveau van de werkgelegenheid, die ook na 2016 overigens nog met gemiddeld bijna 0,9% per jaar zou toenemen. Dat betekent ook dat de werkloosheidsgraad sterk afneemt, hoewel die ook in 2019 nog enigszins boven het peil van vóór de grote recessie zou liggen.

Het gemiddelde begrotingstekort van het eurogebied zou sterk afnemen tot 1,2% bbp in 2019. Die verbetering is wel enkel toe te schrijven aan de aantrekkende conjunctuur en, vooral, de nog verder dalende rentelasten door het ongewoon lage rentepeil. Na de versoepeling in 2016, die in belangrijke mate te maken heeft met extra uitgaven voor de opvang van vluchtelingen in bepaalde landen, zou het onderliggende begrotingsbeleid relatief neutraal blijven. De overheidsschuldratio blijft, weliswaar in een traag tempo, verder dalen en zou eind 2019 meer dan 6 procentpunten lager liggen dan het in 2014 bereikte piekniveau.

2. Bedrijvigheid en vraag

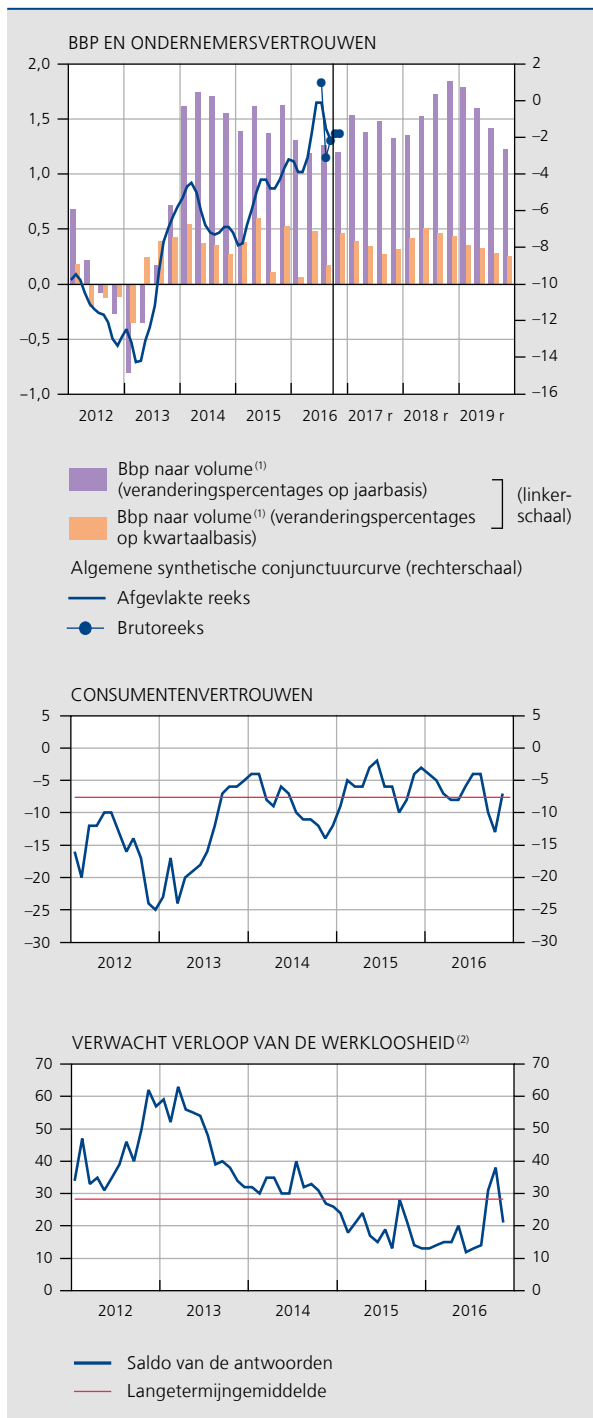
In 2016 liet de economische bedrijvigheid, volgens de huidige kwartaalstatistieken, een vrij grillig patroon optekenen. In vergelijking met een eerdere INR-raming die als uitgangspunt diende voor de lenteprognoses, werd de kwartaalgroei voor de eerste drie maanden van het jaar onlangs neerwaarts herzien tot nog amper 0,1%. De bedrijvigheid versnelde dan fors tot 0,5% in het tweede kwartaal, waarbij de groei uitkwam boven de raming van de lenteprognoses. Vervolgens vertraagde de bedrijvigheid – in iets grotere mate dan wat werd verwacht in de lenteprognoses – tot een toename van nog 0,2% in het derde kwartaal. Over de drie kwartalen beschouwd, werd de groei recentelijk vooral aangewakkerd door de krachtige expansie van de bedrijfs- en woninginvesteringen, terwijl de consumptie van de gezinnen minder dynamisch was. Aan de productiezijde droegen alle belangrijke bedrijfstakken aan de groei bij, al kan die toch vooral teruggevoerd worden op de toegenomen bedrijvigheid in de marktdiensten.

Wat de kortetermijnraming van de groei betreft, lijkt het beeld dat door de vertrouwensindicatoren wordt geschetst, in eerste instantie niet zo eenduidig. Terwijl het Belgische producentenvertrouwen in de zomer wat verzwakte, maar duidelijk boven het langetermijngemiddelde bleef en sinds september een herstel heeft laten optekenen, is het consumentenvertrouwen dit najaar aanvallig veel fors verzwakt, namelijk tot het laagste peil in zowat twee jaar tijd. De terugval is vooral toe te schrijven aan de deelcomponent van de consumentenenquête die

peilt naar de werkloosheidsverwachtingen van de respondenten. Dat kan niet los worden gezien van de diverse aankondigingen van bedrijfssluitingen en -herstructureeringen met veel jobverlies in de maanden september en oktober en de overvloedige media-aandacht ervoor. Het pessimisme van de gezinnen strookt evenwel niet met de werkelijke situatie op de arbeidsmarkt, want tegenover het aangekondigde banenverlies staat een grotere jobcreatie. Er zijn ook geen aanwijzingen dat de arbeidsmarkt sinds de zomer fors zou zijn verzwakt, zoals overigens blijkt uit de werkgelegenheidsgroei die in het derde kwartaal krachtig bleef. Volgens de recentste cijfers is het consumentenvertrouwen in november overigens, zoals verwacht, alweer sterk opgeveerd. De nowcastingmodellen van de Bank wijzen voor het laatste kwartaal van 2016 dan ook op een aantrekkende groei. Tegen die achtergrond blijft de kortetermijnraming voor dat kwartaal dan ook zowat 0,4%, net als in de voorjaarsprognoses, waardoor de jaargroei voor 2016 uiteindelijk op 1,2% zou uitkomen. De beperkte neerwaartse bijstelling van die jaargroei in vergelijking met de lenteprognoses kan volledig worden toegeschreven aan de bovenvermelde statistische revisie voor het eerste kwartaal.

De economische groei zou op jaarbasis vervolgens verstevigen tot 1,4% in 2017 en verder stijgen tot 1,6% in 2018. In vergelijking met onze voorjaarsprognoses van juni betekent dat een minieme neerwaartse herziening voor 2017. Dat is deels toe te schrijven aan het minder groeibevorderende karakter van de gemeenschappelijke hypothesen, zoals die werden geschetst in Kader 1. Zo zijn met name de assumpties voor de internationale omgeving en, in het verlengde daarvan, voor de Belgische afzetmarkten, minder gunstig dan in juni werd aangenomen. Verder wegen ook bepaalde pas aangekondigde begrotingsmaatregelen vooral via een lagere overheidsconsumptie in beperkte mate op de groeiprognose voor 2017. De impact van die factoren werd evenwel deels tenietgedaan door de vooruitzichten voor de nabije toekomst die, op basis van onder meer een krachtige particuliere investeringsgroei, relatief gunstig blijven. Daarnaast werd ook de raming van de winsten aan uitvoermarktaandelen licht opwaarts bijgesteld op basis van de recentste statistieken. De huidige najaarsprognoses omvatten voor het eerst ook een raming voor 2019, die uiteraard met de nodige voorzichtigheid moet worden geïnterpreteerd vanwege de aanzienlijke onzekerheid die samenhangt met macro-economische ramingen op langere termijn. In 2019 zou de groei niet verder toenemen, maar wat afzakken, tot 1,5%, ten gevolge van het eerder vlakke profiel van de groei van de Belgische uitvoermarkten en de tanende invloed van de recente verbeteringen inzake kostenconcurrentiekracht, naarmate de loongroei weer fors aantrekt. De groei zal dat jaar ook ietwat worden afgeremd door de post-electorale teruggang van de lokale

GRAFIEK 2 BBP EN VERTROUWENSINDICATOREN



Bronnen: INR, NBB.

(1) Voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

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

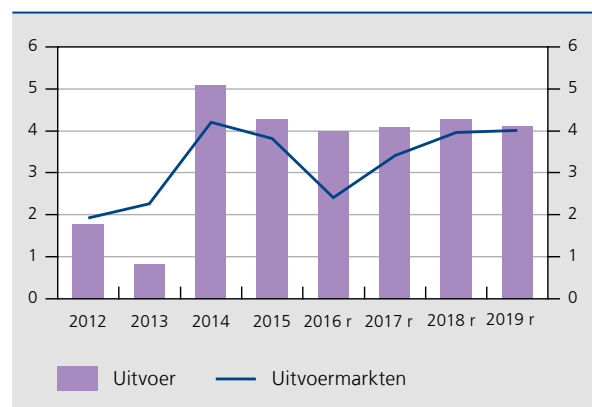
investerings. Verder kan de economische groei tegen het einde van deze projectieperiode al wat worden afgeremd door aanbodrestricties, met name op bepaalde segmenten van de arbeidsmarkt.

De komende jaren zal de groei, net als in het recente verleden, in belangrijke mate gedreven worden door de binnenlandse vraag. De komende drie jaar blijft de groei-bijdrage van de binnenlandse vraag (ongerekend voorraadwijzigingen) namelijk vrijwel stabiel rond 1,5 procentpunt. De bijdragen van de netto-uitvoer zouden algemeen beschouwd veeleer klein zijn gedurende de projectieperiode, al vormt het huidige jaar daar een (schijnbare) uitzondering op. De netto-uitvoer zou in 2016 nog 0,9 procentpunt bijdragen aan de groei van de bedrijvigheid, maar dat is voornamelijk terug te voeren op de statistische gegevens die al beschikbaar zijn voor de eerste drie kwartalen. Volgens de huidige kwartaalrekeningen werd de uitvoer in die periode immers ondersteund door belangrijke winsten aan marktaandelen op buitenlandse afzetmarkten, voornamelijk buiten het eurogebied. Volgens de prognoses zouden die aanzienlijke winsten evenwel geleidelijk afnemen en in de loop van 2018 volledig verdwijnen, aangezien de loonkosten per eenheid product vanaf volgend jaar opnieuw sterker opveren en zo het kostenconcurrentievermogen drukken. De uitvoergroei zou volgens de prognoses wel toenemen tot 2018, in overeenstemming met de aantrekkende wereldvraag, maar de invoer houdt ongeveer hetzelfde tempo aan en de groei-bijdrage van de netto-uitvoer blijft zo dus al met al vrij beperkt.

De aanzienlijke bijdrage van de netto-uitvoer in 2016 wordt overigens grotendeels gecompenseerd door de negatieve groei-bijdrage van de voorraden, wat erop zou wijzen dat de ondernemingen recent hun voorraden trager hebben opgebouwd of net sneller hebben afgebouwd. Dat genereert ook nog een overloopeffect in 2017, al werd, zoals gebruikelijk, voor alle kwartalen

GRAFIEK 3 UITVOER EN UITVOERMARKTEN

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



Bronnen: INR, NBB.

in de projectieperiode uitgegaan van de technische hypothese dat de voorraadwijziging groeineutraal zou zijn, ook al vanwege de grote statistische onzekerheid omtrent dit concept.

De binnenlandse vraag is, zoals vermeld, de sterkhouders van de economische groei en wordt bij het begin van de projectieperiode, net als tijdens de afgelopen kwartalen, vooral geschraagd door de particuliere investeringen. De particuliere consumptie vertoont, op basis van de al bekende kwartaalcijfers, in 2016 een veeleer zwakke groei ondanks de aanzienlijke inkomensstijging van bijna 2% in reële termen. Die verhoging vloeit voort uit het stijgende arbeidsinkomen en uit de daling van de personenbelastingen in het kader van de taxshift, maar is ook mede te danken aan de sterke groei van de ontvangen dividenden, waardoor de vermogensinkomens voor het eerst sinds lang opnieuw een positieve bijdrage leveren aan de inkomensgroei. Die vermogensinkomens worden evenwel in belangrijke mate gespaard, wat de duidelijke toename van de spaarquote in 2016, weliswaar slechts ten dele, verklaart.

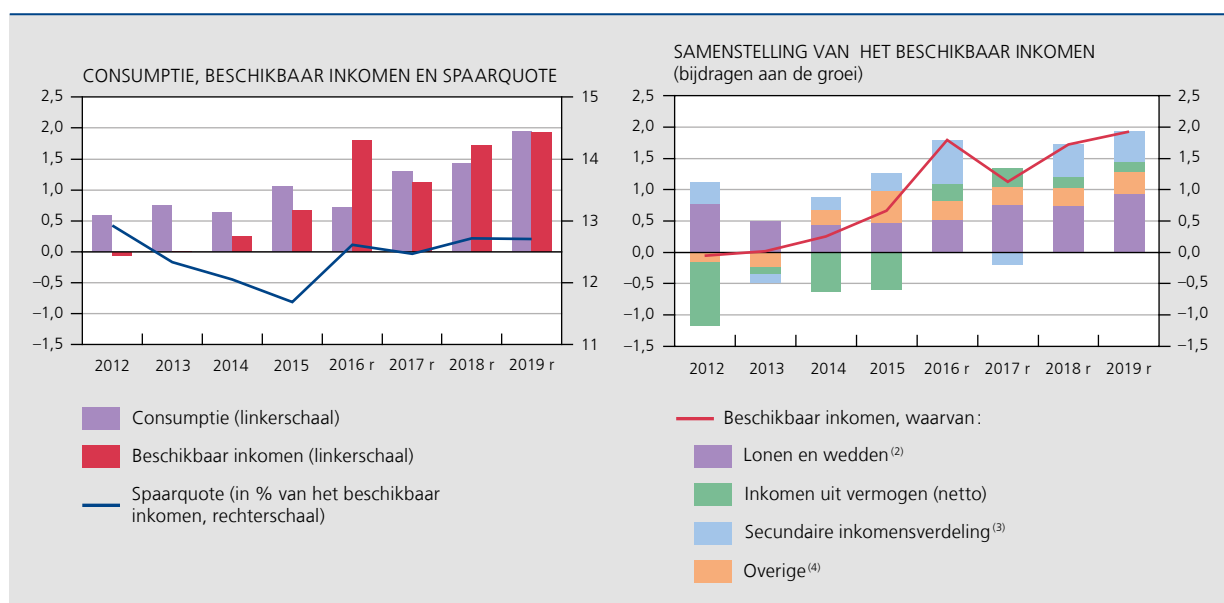
Het groeitempo van de gezinsconsumptie zou ook in 2017 nog relatief beperkt blijven en gemiddeld zowat 0,3% per kwartaal bedragen. De inkomensgroei neemt

dan namelijk weer af, aangezien er voor dat jaar geen bijkomende belastingverminderingen zijn gepland. Gelet op de gebruikelijke inertie bij de verandering van consumptiepatronen zullen de gezinnen hun consumptie naar verwachting wel nauwelijks terugschroeven, zodat de vertraging van het beschikbaar inkomen vooral de spaarquote beïnvloedt, die licht zou dalen. In de laatste twee jaren van de projectieperiode zou de inkomensgroei dan weer hoger liggen, vooral ten gevolge van het, mede onder invloed van de toenemende loongroei, gestaag toenemend arbeidsinkomen en de voor die jaren geplande additionele belastingverlagingen in het kader van de taxshift, die extra ruimte creëren in het budget van de huishoudens. De particuliere consumptie zou zich geleidelijk aan deze hogere inkomensgroei aanpassen maar de vertraging waarmee dat gebeurt, doet de spaarquote opnieuw in beperkte mate toenemen.

Wat de bedrijfsinvesteringen betreft, wordt de jaargroei voor 2016 nog wat vertekend door de specifieke factoren die te maken hebben met omvangrijke aankopen van investeringsgoederen in het buitenland en die de investeringen (alsook de invoer) de twee voorgaande jaren hebben opgekrikt. Ongerekend die specifieke factoren in 2015, zouden de bedrijfsinvesteringen naar volume in 2016 met meer dan 5% toenemen, wat grotendeels toe te

GRAFIEK 4 CONSUMPTIE EN BESCHIKBAAR INKOMEN⁽¹⁾ VAN DE PARTICULIEREN

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



Bronnen: INR, NBB.

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

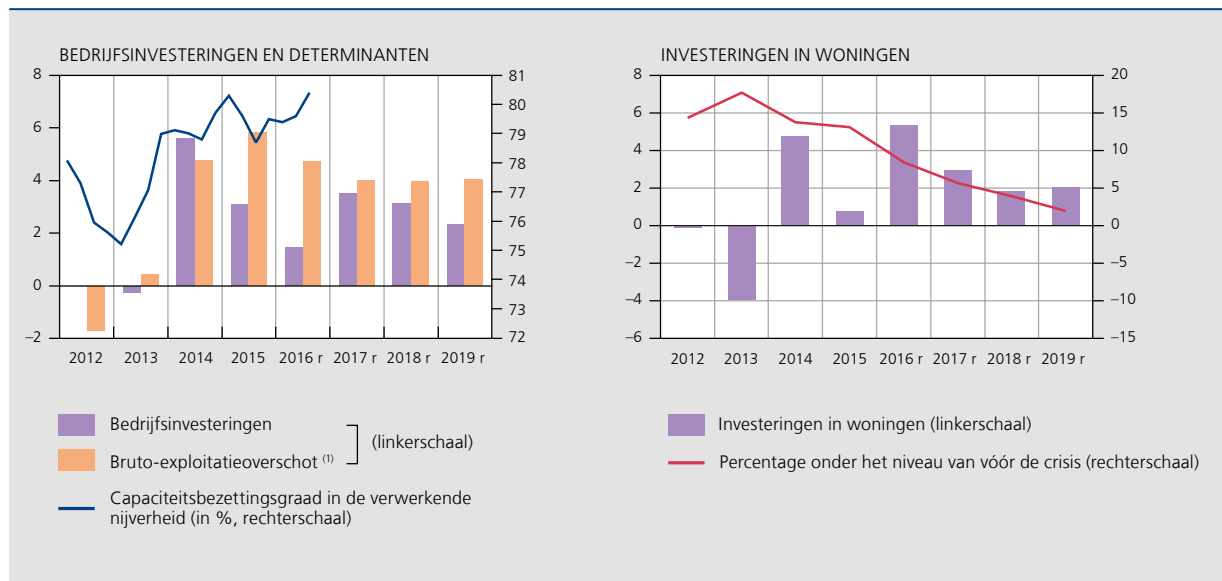
(2) Ongerekend de sociale bijdragen ten laste van de werkgevers.

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

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

GRAFIEK 5 BEDRIJFSINVESTERINGEN EN INVESTERINGEN IN WONINGEN

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



Bronnen: INR, NBB.

(1) In nominale termen.

schrijven is aan een bijzonder sterke eerste jaarhelft. Zowel de bedrijfs- als de residentiële investeringen hebben trouwens, volgens de op dit ogenblik beschikbare statistieken, positief verrast in de eerste twee kwartalen

van 2016, maar tijdens de projectieperiode zouden beide weer terugkeren naar een 'normaler' groeitempo. Voor de bedrijfsinvesteringen komt dat overeen met een jaar-op-jaar groei van gemiddeld 3 % in de laatste

TABEL 3 BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN

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

	2015	2016 r	2017 r	2018 r	2019 r
Consumptieve bestedingen van huishoudens en izw's	1,1	0,7	1,3	1,4	1,9
Consumptieve bestedingen van de overheid	0,5	0,2	0,5	0,3	0,5
Bruto-investeringen in vaste activa	2,4	2,6	3,2	3,2	1,7
van de overheid	1,9	3,6	1,8	6,6	-2,6
in woningen	0,8	5,4	3,0	1,8	2,0
van de ondernemingen	3,1	1,5	3,5	3,1	2,3
<i>p.m. Binnenlandse bestedingen, ongerekend voorraadwijziging⁽¹⁾</i>	1,2	1,0	1,5	1,5	1,5
Voorraadwijziging ⁽¹⁾	0,3	-0,7	-0,2	0,0	0,0
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽¹⁾	0,0	0,9	0,2	0,1	0,0
Uitvoer van goederen en diensten	4,3	4,0	4,1	4,3	4,1
Invoer van goederen en diensten	4,3	3,0	4,1	4,4	4,3
Bruto binnenlands product	1,5	1,2	1,4	1,6	1,5

Bronnen: INR, NBB.

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

drie jaar van de projectieperiode. Het verdere herstel van de bedrijfsinvesteringen kan in verband worden gebracht met positieve onderliggende determinanten: de ondernemingen beschikken over grote cashreserves, het exploitatieoverschot neemt toe en de rente blijft al met al laag. Bovendien bevindt de bezettingsgraad van de productiecapaciteit in de verwerkende nijverheid zich al enige tijd boven het langjarig gemiddelde, waardoor de toenemende vraag in steeds grotere mate aanleiding zal geven tot uitbreidingsinvesteringen. Ook de investeringen in vastgoed – hetzij via nieuwbouw of renovatieprojecten – worden gestimuleerd door de lagerentemgeving. In dat verband zijn er duidelijke aanwijzingen dat vastgoed steeds meer als alternatieve beleggingsvorm fungeert voor particulieren die op zoek zijn naar rendement. Ook hier wijzen de prognoses evenwel op een geleidelijke normalisering van het groeitempo, ook al gelet op de verwachte toename van de hypothecaire rente. Terwijl de bedrijfsinvesteringen al enige tijd geleden hun niveau van vóór de crisis hebben overschreden, bevinden de investeringen in woningen zich wel nog steeds een heel eind onder dat peil en zou de kloof aan het einde van de projectieperiode amper worden gedicht.

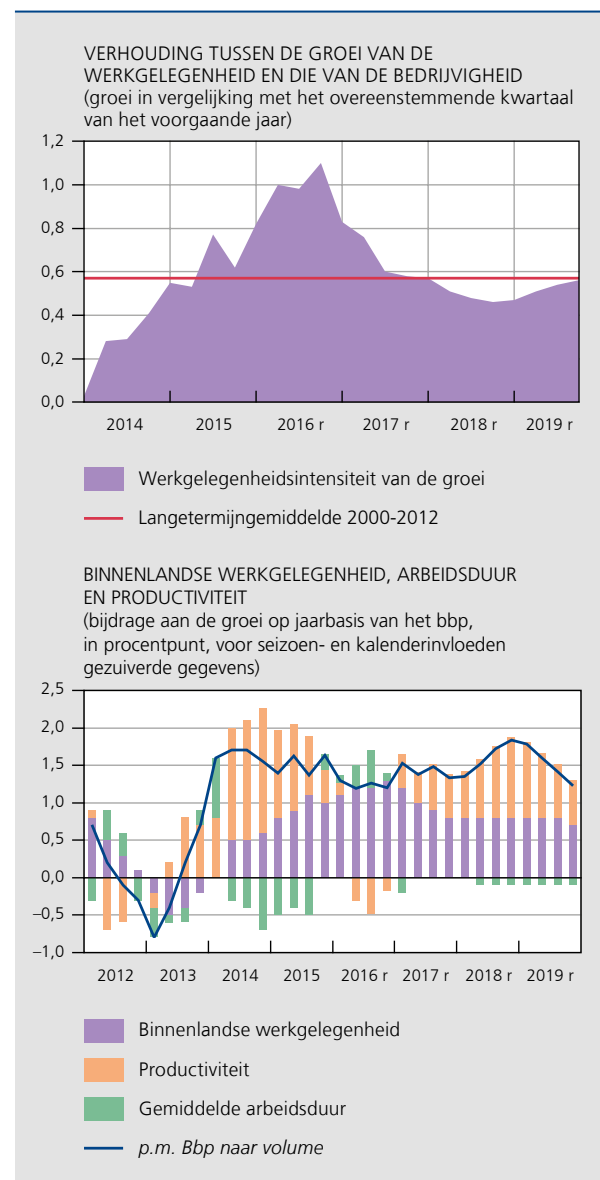
Wat de overheidsbestedingen betreft, zou de groei van de investeringen in 2016 nog aanzienlijk worden opgedreven door belangrijke uitgaven in verband met scholenbouw door de Vlaamse Gemeenschap. Het afnemen van deze specifieke investeringen verklaart waarom de overheidsinvesteringen naar volume in 2017 slechts heel beperkt zouden toenemen. Voorts volgen de overheidsinvesteringen het patroon van de electorale cyclus met een terugval in 2019 na de sterke groei die zou worden opgetekend in de aanloop naar de lokale verkiezingen van 2018. De groei van de overheidsconsumptie valt in 2016 lager uit dan verwacht, ondanks enkele uitzonderlijke uitgaven, bijvoorbeeld in het kader van de verhoogde terreurdreiging. Het opnemen van bepaalde pas aangekondigde consolidatiemaatregelen uit de begrotingen van 2017 tempert ook enigszins de groei van de overheidsconsumptie voor dat jaar, in vergelijking met de prognoses van juni.

3. Arbeidsmarkt

Sinds de aanvang van het economisch herstel in de loop van 2013 is de groei van de bedrijvigheid in België verhoudingsgewijs steeds werkgelegenheidsintensiever geworden. Dat houdt deels verband met structurele factoren – bijvoorbeeld een toenemend belang van arbeidsintensieve dienstenbranches – en het weerspiegelt ook het normale patroon bij het begin van een economische opleving. Daarbij nemen in eerste instantie de productiviteit en, in mindere mate, de gemiddelde arbeidstijd toe, en

volgt pas later een uitbreiding van de werkgelegenheid. Het lijkt evenwel weinig twijfel dat de recente sterke jobcreatie ook moet worden toegeschreven aan de gunstige impact van het beleid van loonkostenmatiging, dat de productiefactor arbeid en, in het bijzonder, nieuwe indienstnemen relatief goedkoper maakt, alsook aan bepaalde structurele hervormingen die het effectieve arbeidsaanbod verhogen. De keerzijde van die aantrekkelijke werkgelegenheids groei is wel dat de productiviteitsgroei erdoor wordt afgeremd – in 2016 is hij zelfs negatief geworden – omdat de bedrijvigheid er veeleer gematigd blijft toenemen.

GRAFIEK 6 WERKGELEGENHEIDSINTENSITEIT VAN DE GROEI



Bronnen: INR, NBB.

Aangezien het effect van de loonkostenmatiging en de structurele hervormingen geleidelijk zou wegebben, zou de verhouding van de werkgelegenheids groei en die van de bedrijvigheid, volgens de huidige najaarsprognoses, terugkeren naar een peil dat nauwer aansluit bij een langjarig gemiddelde, ook al gelet op het feit dat de arbeidskosten vanaf 2017 opnieuw zullen beginnen aan te trekken. In oktober 2016 werden voor de arbeidsmarkt wel nieuwe hervormingen aangekondigd, waaronder een flexibilisering van de werktijd, maar volgens de eerste inschattingen zouden die een geringere positieve invloed hebben op de werkgelegenheidsintensiteit van de groei dan de eerdere maatregelen.

Tegen die achtergrond zou de groei van de binnenlandse werkgelegenheid in 2016 afklokken op zowat 55 000 banen, wat nog iets beter is dan waar in de voorjaarsprognoses werd van uitgegaan. Hoewel in het verleden af en toe een nog krachtiger werkgelegenheids groei is opgetekend, bijvoorbeeld in de jaren vóór de grote recessie, is dat wel vrij uitzonderlijk aangezien de huidige jobcreatie gepaard gaat met een al met al matige groei van de bedrijvigheid. Een kanttekening daarbij is dat de gemiddelde arbeidsduur een lichte trendmatige daling vertoont. Dat verschijnsel past in een steeds flexibeler arbeidsmarkt,

waarin deeltijdwerk en kortetermijnovereenkomsten gebruikelijker worden. Ook de tertiarisering van de economie draagt hiertoe bij. De dienstenbranches tellen immers meer deeltijdwerkers dan de industriële bedrijfstakken, wat het algemene verloop van het gemiddeld aantal gewerkte uren neerwaarts beïnvloedt. De toegenomen participatie van de werknemers van 50 jaar of ouder, die vaker deeltijds aan de slag zijn, doet de gemiddelde arbeidsduur eveneens dalen.

Vooraf door de geraamde afnemende arbeidsintensiteit zou de werkgelegenheid in de toekomst wat vertragen. Dat impliceert ook een herstel van de arbeidsproductiviteit waarvan de groei zou opveren tot bijna 1 % in de laatste twee jaar van de projectieperiode. De nettowerkgelegenheidscreatie in de periode van 2017 tot 2019, die zowat 120 000 eenheden belooft, is voornamelijk toe te schrijven aan de marktactiviteiten. In de conjunctuurgevoelige bedrijfstakken lopen de ontwikkelingen echter uiteen: de werkgelegenheid stijgt vooral in de marktdiensten en meer bepaald in de diensten aan ondernemingen. Als gevolg van de maatregelen inzake begrotingsconsolidatie zou de werkgelegenheid in de overheidssector tijdens de periode van 2017 tot 2019 voor het eerst in bijna 20 jaar licht teruglopen ten belope van 6 000 personen. Het aantal zelfstandigen, daarentegen,

TABEL 4 ARBEIDSAANBOD EN -VRAAG
(Seizoengezuiverde gegevens, verandering in duizenden personen, tenzij anders vermeld)

	2014	2015	2016 r	2017 r	2018 r	2019 r
Totale bevolking	55	59	61	71	61	44
Bevolking op arbeidsleeftijd	9	16	18	21	9	-5
Beroepsbevolking	32	22	29	36	30	24
Binnenlandse werkgelegenheid	19	42	55	46	38	37
Loontrekkenden	12	31	41	31	25	25
Conjunctuurgevoelige bedrijfstakken ⁽¹⁾	-1	16	24	19	15	16
Overheid en onderwijs	6	1	0	-1	-2	-2
Overige diensten ⁽²⁾	7	14	17	14	12	11
Zelfstandigen	7	11	14	15	13	12
Niet-werkende werkzoekenden	14	-19	-26	-10	-8	-12
<i>p.m. Geharmoniseerde werkloosheidsgraad⁽³⁾⁽⁴⁾</i>	8,6	8,6	8,2	8,0	7,8	7,6
<i>Geharmoniseerde werkgelegenheidsgraad⁽³⁾⁽⁵⁾</i>	67,3	67,2	67,4	67,9	68,3	68,9

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

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

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

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

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

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

zou gedurende dezelfde periode blijven stijgen, namelijk met 40 000 eenheden.

De vergrijzing komt tot uiting in een steeds geringere groei van de bevolking op arbeidsleeftijd, die tegen 2019 al met 5 000 eenheden zou afnemen, terwijl de totale bevolking in een krachtig tempo blijft toenemen. In 2016 en in 2017 wordt de veroudering echter ten dele gecompenseerd door de instroom van een groot aantal vluchtelingen tijdens de tweede helft van 2015. Het effect op de beroepsbevolking komt met enige vertraging tot uiting, aangezien de integratie van deze groep op de arbeidsmarkt zeer geleidelijk verloopt. Bovendien wordt in deze prognoses rekening gehouden met een verdere structurele toename van de participatiegraad, die zowel trends op langere termijn weerspiegelt als recente hervormingen in de stelsels voor vervroegde uittreding uit de arbeidsmarkt. Dit betekent dat de actieve bevolking toch nog blijft toenemen over de hele projectieperiode.

Aangezien de vraag naar arbeidskrachten gedurende de hele projectieperiode sterker stijgt dan de beroepsbevolking, zou het aantal niet-werkende werkzoekenden verder moeten teruglopen. Eind 2019 zouden er 56 000 werkzoekenden minder zijn dan in 2015. De geharmoniseerde werkloosheidsgraad zou deze ontwikkelingen weerspiegelen, en afnemen van 8,6% van de beroepsbevolking in 2015 tot 7,6% in 2019.

4. Prijzen en kosten

Met de beperkingen op de conventionele loongroei, de verlagingen van de werkgeversbijdragen aan de sociale zekerheid en de indexsprong zijn de afgelopen jaren diverse maatregelen genomen om de loonkostenhandicap ten opzichte van onze drie belangrijkste buurlanden te dichten en de kostenconcurrentiekracht van de Belgische ondernemingen te versterken. De loonkosten per eenheid product zijn dan ook zowel in 2014 als in 2015 afgenomen.

In 2016 zou de groei van de uurloonkosten licht negatief blijven. Ten eerste bleef de loonmatiging van kracht en hoewel de overheid, anders dan in 2015, in 2016 conventionele loonstijgingen toestond, werd dit beperkt tot een maximale toename van 0,67%. Bovendien lijkt de conventionele loongroei, op basis van indicaties voor de eerste drie kwartalen van 2016, totnogtoe onder dat plafond te blijven: er blijken immers weinig sectorale conventionele loonsverhogingen te zijn beslist. Aan de indexsprong is in april 2016 een einde gekomen, maar door de vertragingen die inherent zijn aan de wijze waarop de indexering in sommige paritaire comités gebeurt, blijft

het effect van de indexsprong ook in 2016 nog aanwezig: het indexeringseffect op de loongroei is met name heel wat lager dan de inflatie. Al met al zouden de nominale brutolonen in 2016 gemiddeld beschouwd dan ook slechts in beperkte mate stijgen, wat echter ruimschoots wordt gecompenseerd door de aanzienlijke nieuwe verlagingen van de sociale bijdragen in dat jaar: zo is de eerste indienstneming door kmo's of zelfstandigen sedert 1 januari 2016 vrijgesteld van sociale bijdragen en geldt voor de tweede tot de zesde werknemer hetzelfde lastenverlagingsschema als voor de eerste tot de vijfde werknemer in 2015. Op 1 april werd het faciale tarief van de sociale bijdragen verlaagd tot 30% (tegen 32,4% voorheen). De forfaitaire korting op de sociale bijdragen werd verlaagd (€ 438 tegen tevoren € 462,6), terwijl tegelijkertijd de ondergrens van de structurele bijdragevermindering voor de lage lonen werd verhoogd en de berekeningsparameter werd aangepast, zodat een groter aandeel van de lonen een structurele bijdragevermindering voor lage lonen geniet.

Ondanks de daling van de uurloonkosten en in tegenstelling tot wat in de vooruitzichten van juni werd verwacht, zouden de loonkosten per eenheid product in 2016 ongeveer stabiliseren. Dat is integraal toe te schrijven aan de bovenvermelde daling van de arbeidsproductiviteit.

Vanaf 2017 veren de uurloonkosten, volgens de huidige ramingen, weer sterk op; in 2019 zelfs met 3%. Dat komt door de gestaag stijgende indexering, die aan de gezondheidsindex is gekoppeld, maar ook – en vooral – door een versnelling van de conventionele lonen. Voor 2017 en 2018 zullen de overeengekomen marges voor reële conventionele aanpassingen pas bekend zijn na afloop van de onderhandelingen over een centraal akkoord die eind dit jaar van start gaan. Voor 2019 zal dat pas het geval zijn na de onderhandelingen van eind 2018. Er bestaat momenteel ook een wetsontwerp tot wijziging van de wet uit 1996 tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen, krachtens welk de berekeningswijze van de maximale marge voor onderhandeling zou worden aangepast. Volgens de regels van het Eurosysteem wordt in de projecties echter enkel rekening gehouden met wetten die aangenomen zijn of die al voldoende gepreciseerd zijn. Gelet op het verdere herstel van de arbeidsmarkt, alsook op het verwachte verloop van de lonen in de buurlanden, wordt vooralsnog opnieuw gewerkt met zowat dezelfde technische hypothese als in de voorjaarsprognoses, namelijk een groei van de reële conventionele lonen met 0,7% in 2017 en met 1% in 2018. Deze laatste hypothese werd doorgetrokken naar 2019. Afhankelijk van de precieze vooruitzichten voor de drie belangrijkste buurlanden en rekening houdend met de bovenvermelde aangekondigde herziening van het wettelijk kader, kan de werkelijke loongroei daarvan afwijken.

Voor 2018 en 2019 wordt wel ook nog rekening gehouden met bijkomende maatregelen uit het competitiviteitspact en met de taxshift, waardoor de groei van de loonkosten wordt gedrukt. Zo wordt het faciale tarief van de sociale werkgeversbijdragen in 2018 verder verlaagd tot 25%, wordt de forfaitaire korting in datzelfde jaar afgeschaft en wordt de berekeningswijze van de structurele korting op de werkgeversbijdragen in 2018 en 2019 opnieuw aangepast. Vanaf 2018 zullen er voor de hoge lonen geen kortingen meer worden toegestaan op de werkgeversbijdragen, maar zowel in 2018 als in 2019 zal een groter aandeel van de lagere lonen een structurele korting op de werkgeversbijdragen genieten.

De lastenverlagingen op arbeid zouden de loonkosten per gewerkt uur in de periode 2016-2019 met in totaal ongeveer 1,4% doen dalen; het effect daarvan zou vooral voelbaar zijn in 2016 en, in mindere mate, in 2018. Die beoordeling is niet gewijzigd ten opzichte van de voorjaarsprognoses, behalve uiteraard wat het in aanmerking nemen van de voor 2019 geplande maatregelen betreft, aangezien dat jaar toen nog geen deel uitmaakte van de projectieperiode. Hoewel ook de stijgende productiviteit de toename van de loonkosten per eenheid product enigszins zou afremmen, nemen die kosten in de

projectieperiode sneller toe, tot een jaar-op-jaar groei van zowat 2% tegen 2019.

Ondanks de aanzienlijke inspanningen inzake loonmatiging, bleef de onderliggende inflatie in België in 2016 relatief hoog, namelijk op 1,8%. Dat heeft deels te maken met enkele overheidsmaatregelen die de onderliggende inflatie hebben opgedreven, de belangrijkste ervan zijnde de verhoging, in oktober 2015, van het inschrijvingsgeld voor hoger onderwijs in de Vlaamse Gemeenschap. Daarnaast lijkt het gematigde loonkostenverloop slechts in heel onvolledige mate te zijn doorberekend in de verkoopprijzen. Op macro-economisch niveau blijkt dat uit het verloop van de winstmarges van de ondernemingen die, net als in 2015, in 2016 flink zijn gestegen. De onderliggende inflatie is recent wel wat vertraagd, maar dat heeft vooral te maken met het feit dat het bovenvermelde effect van het inschrijvingsgeld voor hoger onderwijs in de Vlaamse Gemeenschap sinds oktober niet meer in de maandelijkse inflatiecijfers wordt weerspiegeld. Volgens de huidige prognoses zou ze in de eerste helft van 2017 nog wat verder uitbodemen – ook al door andere basiseffecten, zoals het uit de cijfers verdwijnen van de forse tariefverhogingen van telecomoperatoren van begin 2016 –, maar daarna zou ze weer oplopen tot ongeveer 2% medio 2018.

TABEL 5 PRIJS- EN KOSTENINDICATOREN
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

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

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

(1) De loonkosten per gewerkt uur worden hier niet weergegeven volgens het concept van de nationale rekeningen, maar volgens een ruimer concept dat eveneens de bijdrageverminderingen voor de doelgroepen en de loonsubsidies omvat. Dit concept is een betere voorstelling van de werkelijke loonkosten voor de ondernemingen.

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

(3) Met uitzondering van de loonsubsidies en de bijdrageverminderingen voor doelgroepen.

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

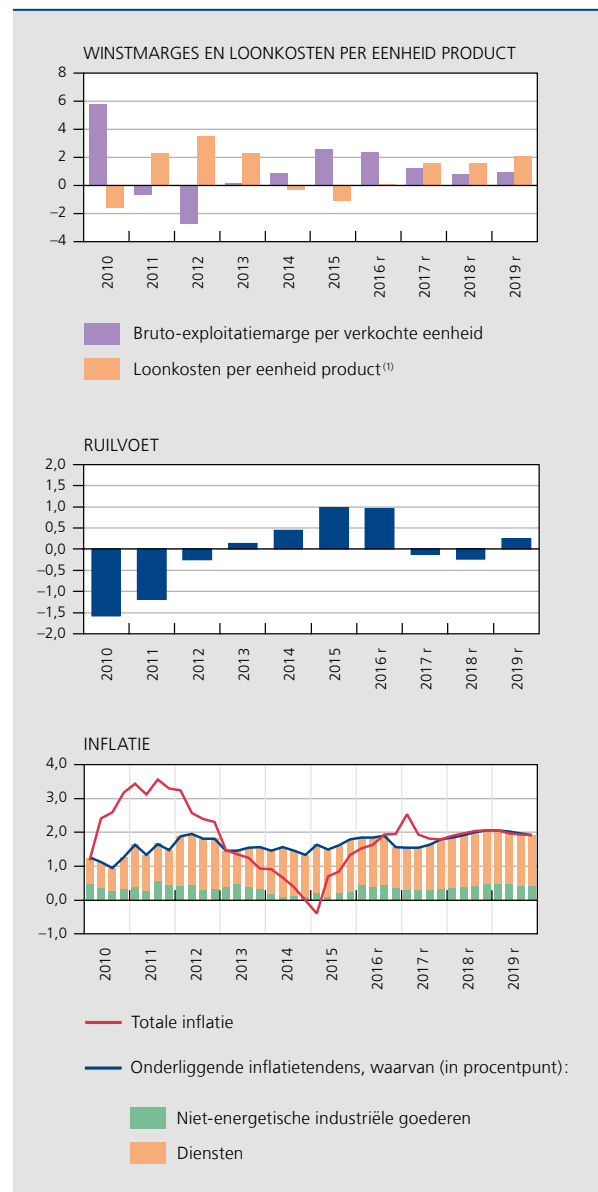
(5) Gemeten volgens de nationale consumptieprijnsindex, ongerekend tabak, alcohol en motorbrandstoffen.

Dat verloop wordt bepaald door de hierboven beschreven gestage toename van de loonkosten, die de prijzen vooral in de arbeidsintensieve dienstennijverheid zullen opdrijven. In de projectieperiode zou daardoor ook de inflatie voor niet-energetische industriële goederen – de andere, iets minder belangrijke component van de onderliggende inflatie – oplopen, al wordt die eveneens bepaald door de prijzen van de concurrenten op de internationale markten waarvan de groei, volgens de gemeenschappelijke hypothesen, tegen het einde van de projectieperiode wat zou afvlakken. De impact van de toenemende loonkosten wordt overigens wel in belangrijke mate getemperd door de vertragende winstmarges, waarvan de jaargroei vanaf 2018 zou terugvallen tot minder dan 1%. Dat moet deels worden beschouwd als een terugkeer naar een normaler groeitempo. Ontwikkelingen uit het verleden, waarbij forse stijgingen van de loonkosten vaak werden opgevangen door krimpende marges, wijzen erop dat de Belgische prijsvorming ook door bepaalde opwaartse rigiditeiten wordt gekenmerkt.

Naast de onderliggende inflatie dragen de energiedragers en levensmiddelen eveneens bij tot het verloop van de totale inflatie tijdens de projectieperiode. De sterke daling van de olieprijs, die wordt weerspiegeld in een verbetering van de ruilvoet tot en met 2016, verklaart mede waarom de werkelijke inflatie tot dat jaar onder de onderliggende inflatie is gebleven. De olieprijzen zijn, net als de prijzen van andere grondstoffen, in de loop van 2016 evenwel opnieuw beginnen te stijgen. Meer in het algemeen is de negatieve bijdrage van de energiecomponent tot de opgetekende inflatie vanaf het derde kwartaal van 2016 omgeslagen in een positieve bijdrage, onder invloed van verscheidene factoren. De vertraging van de prijsstijging voor elektriciteit is vooral toe te schrijven aan het verdwijnen van verscheidene effecten in verband met de verhoging van het btw-tarief in september 2015, de invoering van een prosumementarief in Vlaanderen in juli 2015 en de onderwerping van de intercommunales aan een vennootschapsbelastingtarief in de drie gewesten tussen maart en augustus 2015. Het stijgingstempo van de elektriciteitsprijzen blijft echter hoog, als gevolg van de stijging van de andere belastingen (voornamelijk de grotere bijdrage aan het energiefonds vanaf maart 2016 in het Vlaams Gewest) en de afschaffing van gratis kWh in Vlaanderen. De prijzen voor motorbrandstoffen en stookolie zouden vanaf het laatste kwartaal van 2016 tijdens de hele projectieperiode toenemen, hoofdzakelijk onder invloed van het verwachte verloop van de olieprijzen. De prijzen voor gas zullen naar verwachting stabiel blijven vanaf 2017. De aanzienlijke

GRAFIEK 7 INFLATIE EN DETERMINANTEN

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



Bronnen: EC, NBB.

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

omslag in de energieprijsinflatie, die zou stijgen van -1,0 in 2016 tot 5,5% in 2017 en vervolgens vertragen tot gemiddeld 2,1% in 2018, heeft een duidelijk effect op de totale inflatie. Het is vooral om die reden dat de werkelijke inflatie in 2017, anders dan tijdens de voorgaande jaren, zal uitstijgen boven de onderliggende inflatie en er pas vanaf 2018 opnieuw nauwer zal bij aansluiten. Vanaf 2017 wordt ook het verloop van de ruilvoet veel vlakker als gevolg van de veronderstelde matige stijging van de olieprijs en de wat tragere prijsstijgingen op de internationale markten.

Het prijsverloop voor levensmiddelen werd in 2016 opwaarts beïnvloed door een reeks overheidsmaatregelen, zoals de verhoging van de accijnzen op alcohol (november 2015) en tabak (januari 2016), alsook de invoering van de 'gezondheidstaks' op gesuikerde dranken in het kader van de taxshift. De levensmiddeleninflatie zou in 2016 3,2 % belopen en vervolgens vertragen. Alle reeds bekende maatregelen, zoals accijnsverhogingen, werden daarbij in rekening gebracht.

Al met al zou de inflatie in 2016 uitkomen op 1,8%. Zoals eerder vermeld, hebben tal van maatregelen bijgedragen tot deze totale stijging van de prijzen; 0,4 procentpunt kan worden toegeschreven aan de maatregelen van de taxshift en 0,4 procentpunt aan de maatregelen in verband met de elektriciteit, met uitzondering van de btw-verhoging (die deel uitmaakt van de taxshift). Het stijgingstempo van de prijzen ligt een heel stuk hoger dan in het eurogebied (0,2%). Het verschil is voornamelijk te verklaren door de diensten waarvan de prijzen in België veel sneller stijgen dan elders. Vervolgens zou de inflatie enigszins versnellen tot 2% in de periode van 2017 tot 2019 en het verschil met het gemiddelde van het eurogebied zou aanzienlijk kleiner worden.

Bovenstaande analyse heeft betrekking op de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP), die het mogelijk

maakt de inflatie in alle Europese landen te vergelijken. De inflatie gemeten volgens de Belgische nationale consumptieprijsindex (NCPI) kan daarvan afwijken als gevolg van methodologische verschillen. Uit de NCPI wordt de gezondheidsindex afgeleid, i.e. de nationale index ongerekend tabak, alcohol en motorbrandstoffen. Deze gezondheidsindex, die als basis dient voor de indexering van de lonen, zou langzamer toenemen en vanaf 2017 onder de 2% blijven.

5. Overheidsfinanciën

5.1 Financieringssaldo en schuld

Volgens de meest recente ramingen zullen de overheidsfinanciën het jaar 2016 afsluiten met een tekort van 3% bbp, wat een verslechtering impliceert met 0,5 procentpunt ten opzichte van 2015. Tegen de hierboven beschreven macro-economische achtergrond, zou het financieringstekort van de gezamenlijke overheid in 2017 verminderen tot 2,3% bbp, een cijfer dat tijdens de twee daaropvolgende jaren behouden zou blijven.

De tekorten zouden zich voornamelijk voordoen bij de federale overheid, maar ook de deelsector van de

TABEL 6 OVERHEIDSREKENINGEN
(in % bbp)

	2015	2016 r	2017 r	2018 r	2019 r
Gezamenlijke overheid					
Ontvangsten	51,3	50,7	50,6	50,2	49,8
Primaire uitgaven	50,9	51,0	50,6	50,4	50,1
Primair saldo	0,5	-0,3	0,1	-0,2	-0,3
Rentelasten	3,0	2,7	2,4	2,1	2,0
Financieringsbehoefte (-) of -vermogen	-2,5	-3,0	-2,3	-2,3	-2,3
<i>p.m. Structureel begrotingssaldo</i>	<i>-2,5</i>	<i>-2,7</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,2</i>	<i>-2,1</i>
Financieringssaldo per deelsector					
Federale overheid ⁽¹⁾	-2,4	-2,9	-2,1	-2,0	-2,0
Sociale zekerheid	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Gemeenschappen en gewesten ⁽¹⁾	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
Lokale overheid	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1
Geconsolideerde brutoschuld	105,8	106,5	106,3	106,0	105,6

Bronnen: INR, NBB.

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

gemeenschappen en gewesten zou in de loop van de projectieperiode nog een – weliswaar kleiner – tekort vertonen. De rekeningen van de lokale overheid en de sociale zekerheid zouden daarentegen nagenoeg in evenwicht zijn.

De toename van het financieringstekort in 2016 is het gevolg van een forse daling van de ontvangsten en een lichte toename van de primaire uitgaven in verhouding tot het bbp, wat ertoe zou leiden dat het primair saldo opnieuw negatief wordt. De rentelasten van hun kant zouden met 0,3 procentpunt bbp dalen aangezien de overheidsleningen die op vervalddag komen, geherfinancierd kunnen worden tegen voor de overheid gunstige rentetarieven.

De verwachte verbetering van het begrotingsaldo in 2017 is het resultaat van een daling van zowel de primaire uitgaven als de rentelasten in verhouding tot het bbp, terwijl de ontvangsten vrijwel stabiel zouden blijven.

In 2018 en 2019 zouden de primaire uitgaven en de rentelasten verder dalen, maar de mate waarin de rentelasten zakken, wordt wel kleiner tegen het einde van de projectieperiode. De gunstige impact van beide factoren op het begrotingsaldo zou echter worden tenietgedaan door dalende ontvangsten als gevolg van maatregelen in het kader van de taxshift.

In 2016 zou de overheidsschuld in verhouding tot het bbp toenemen, maar vanaf 2017 tot het einde van de

projectieperiode zou de schuldgraad in lichte mate dalen. Die afname blijft echter beperkter dan die welke in het eurogebied als geheel zou worden opgetekend, waardoor het verschil tussen de schuldgraad in België en die in het eurogebied zou oplopen.

Bij deze projecties is rekening gehouden met alle aangekondigde en voldoende gepreciseerde begrotingsmaatregelen. Onvoldoende gepreciseerde maatregelen hebben betrekking op onder meer fraudebestrijding en fiscale regularisatie, terwijl ook een lagere opbrengst wordt verwacht van kredietonderbenutting en sommige besparingen in de sociale zekerheid. De eventuele impact van in het vooruitzicht gestelde hervormingen of een harmonisering van de stelsels van vennootschapsbelasting in de lidstaten van de EU werd niet opgenomen. Uit de ramingen blijkt dat nog extra consolidatiemaatregelen vereist zijn om een structureel begrotingsevenwicht te bereiken.

5.2 Ontvangsten

De overheidsontvangsten zouden in 2016 met 0,6 procentpunt bbp afnemen en in 2017 op vrijwel hetzelfde peil blijven. In 2018 en 2019 zou de ontvangstenratio verder dalen met respectievelijk 0,5 en 0,4 procentpunt bbp.

Die forse daling van de ontvangstenratio is het gevolg van een taxshift waarbij de heffingen op de inkomens

TABEL 7 OVERHEIDSONTVANGSTEN
(in % bbp)

	2015	2016 r	2017 r	2018 r	2019 r
Fiscale en parafiscale ontvangsten	44,5	43,8	43,8	43,4	43,0
Heffingen die in hoofdzaak van toepassing zijn op de inkomens uit arbeid	26,0	25,1	24,9	24,5	24,1
Personenbelasting	11,5	11,1	11,0	10,7	10,4
Sociale bijdragen	14,5	14,0	13,9	13,8	13,7
Belastingen op de vennootschapswinsten	3,4	3,2	3,2	3,2	3,3
Heffingen op de overige inkomens en op het vermogen	4,2	4,2	4,3	4,3	4,2
Belastingen op goederen en diensten	10,9	11,3	11,3	11,4	11,4
waarvan:					
Btw	6,7	6,9	6,9	7,0	7,1
Accijnzen	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1
Niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten	6,8	6,9	6,9	6,8	6,7
Totale ontvangsten	51,3	50,7	50,6	50,2	49,8

Bronnen: INR, NBB.

uit arbeid sterk worden verlaagd teneinde de concurrentiepositie van de ondernemingen te verbeteren, de werkgelegenheid te bevorderen en de koopkracht van de gezinnen te verhogen.

De inkomsten uit de personenbelasting en de sociale bijdragen zouden in 2016 met respectievelijk 0,4 en 0,5 procentpunt bbp dalen. De verlaging van de personenbelasting is het resultaat van de op een verhoging van de koopkracht gerichte aanpassing van de belastingsschalen, in het bijzonder voor werknemers met lage en gemiddelde inkomens, en van een verhoging van de aftrekbare forfaitaire beroepskosten. De sociale bijdragen zouden verminderen door de verlaging van het tarief van de werkgeversbijdragen vanaf 1 april 2016.

Die inkomstendaling zou deels worden gecompenseerd door een verhoging van de belastingen op goederen en diensten. De btw-ontvangsten zouden in 2016 met 0,2 procentpunt bbp toenemen, voornamelijk door de op 1 september 2015 ingegane verhoging van het btw-tarief op het elektriciteitsverbruik die in 2016 haar volledige uitwerking krijgt. Voorts zorgen de diverse accijnsverhogingen voor diesel, tabak en alcohol voor een toename van de inkomsten uit accijnzen met 0,1 procentpunt bbp.

De ontvangsten uit de vennootschapsbelasting zouden met 0,2 procentpunt bbp slinken als gevolg van een daling van de voorafbetalingen. De sinds de financiële crisis ingezette verschuiving van de voorafbetalingen naar inning via inkoheringen wordt dus blijkaar doorgetrokken.

De inkomsten uit roerende voorheffing blijven nagenoeg stabiel, ondanks de sinds 1 januari 2016 van kracht zijnde verhoging van het standaardtarief van 25% tot 27%. Een verminderd rendement door de lagere rentetarieven en het gebruik van reeds aangelegde liquidatiereserves – waardoor niet langer roerende voorheffing op dividenden verschuldigd is – verklaren dat verloop.

In 2017 zouden de meeste ontvangstencategorieën vrij stabiel blijven ten opzichte van hun niveau in 2016. De sociale bijdragen zouden echter licht dalen doordat de verlaging van de werkgeversbijdrage dan haar volledige uitwerking krijgt.

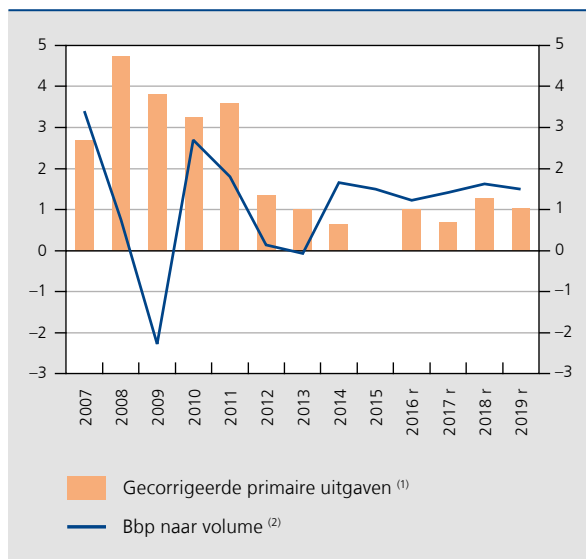
In 2018 en 2019 zouden de inkomsten verder afnemen door de in het kader van de taxshift genomen maatregelen. Zo zouden in de beide jaren de inkomsten uit de personenbelasting met 0,3 procentpunt bbp dalen. Bovendien zorgt een verdere verlaging van de tarieven voor de werkgevers in 2018 voor een daling van de sociale bijdragen met 0,2 procentpunt bbp.

5.3 Primaire uitgaven

De dalende tendens van de primaire uitgaven in verhouding tot het bbp zou tot stilstand komen in 2016, maar zich opnieuw doorzetten vanaf 2017. In nominale termen zouden deze uitgaven tijdens de projectieperiode dus minder snel stijgen dan de economische bedrijvigheid, grotendeels als gevolg van de besparingsmaatregelen van de regeringen die tot stand kwamen na de verkiezingen van mei 2014.

De federale overheid streeft tijdens deze regeerperiode immers naar een aanzienlijke verlaging van de werkingskosten, onder meer via een inkringing van het overheidspersoneel en een vermindering van de aankopen van goederen en diensten. De groei van de uitgaven van de sociale zekerheid zal dan weer worden getemperd door een reeks maatregelen die onder meer het verloop van de kosten voor gezondheidszorg moeten afremmen. De gemeenschappen en de gewesten hebben eveneens besparingsmaatregelen genomen. Tot slot moest ook de lokale overheid bezuinigen om haar financiën gezond te houden, maar deze besparingen zouden kunnen worden gecompenseerd door de opnieuw toenemende overheidsinvesteringen in de aanloop naar de verkiezingen van 2018.

GRAFIEK 8 **PRIMAIRE UITGAVEN VAN DE OVERHEID EN BBP**
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

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

(2) Voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

De beheersing van de uitgaven werd in 2016 evenwel doorkruist door een reeks onverwachte factoren, zoals de uitzonderlijke inspanningen op het vlak van terrorismebestrijding en inzake de opvang van de toestroom van asielzoekers. Ook een aantal niet-recurrente elementen heeft de uitgaven opgedreven.

Na correctie voor de invloed van deze tijdelijke factoren, maar ook voor het effect van de conjunctuur en de tijdsverschillen tussen de inflatie en de indexering, zouden de reële primaire uitgaven in 2016 met 1 % toenemen, of iets minder snel dan de verwachte groei van het bbp naar volume. In 2017, 2018 en 2019 zou de groei van de gecorrigeerde uitgaven duidelijker onder het reële verloop van de economische bedrijvigheid blijven.

6. Conclusie en beoordeling van de risicofactoren

De huidige najaarsprognoses van het Eurosysteem sluiten – voor zowel het eurogebied als België – nog steeds heel dicht aan bij de voorjaarsprognoses van juni 2016 en bij de ECB-ramingen van september 2016. Voor België zijn de groeiramingen nagenoeg ongewijzigd gebleven ten opzichte van de voorjaarsprognoses. De recente aanzienlijke en forser dan verwachte toename van de werkgelegenheid versterkt daarbij de fundamenten van de economische groei. De vooruitzichten op korte termijn blijven dan ook wijzen op een groei die eind 2016 en begin 2017 aantrekt. De ramingen met betrekking tot de inflatie zijn daarentegen licht opwaarts herzien, maar dat komt vooral door de iets sterker aantrekkende energieprijzen; het profiel van de onderliggende inflatie is vrijwel ongewijzigd.

Deze groeiramingen wijken – ondanks mogelijke divergenties in de informatieset ten gevolge van de verschillende tijdstippen waarop ze zijn gemaakt – niet al te sterk af van de recentste prognoses van de andere instellingen. Bij de groeiramingen van vóór november – zoals de Economische Begroting van het FPB van september en de recentste IMF-prognose van oktober – kon wel nog geen rekening worden gehouden met de eind oktober door het INR gepubliceerde herzieningen van de kwartaalrekeningen (met onder meer de neerwaartse revisie van de groei voor het eerste kwartaal van 2016) en wordt de groei voor 2016 dus nog te hoog ingeschat. Het feit dat de prognoses van de Bank zich voor de komende jaren wat aan de bovenkant van de vork bevinden, heeft vermoedelijk ook ten dele te maken met de recentere afsluitingsdatum, waardoor ze, op basis van de kortetermijnmodellen, meer rekening houden met de wat gunstiger vooruitzichten voor de nabije toekomst. Ook voor inflatie bevinden deze prognoses zich bovenaan de waaier van de andere beschikbare ramingen, al kan dat ook te maken hebben met andere hypothesen voor de wisselkoers en de olieprijs.

De convergentie van de macro-economische ramingen mag niet verhullen dat dergelijke prognoses steeds met grote onzekerheid omgeven zijn. Hoewel de bezorgdheid over de opkomende landen wat is afgenomen, zijn de risico's voor deze specifieke prognoses blijkbaar duidelijk vergroot, wat alles te maken heeft met de toegenomen beleidsonzekerheid in de ontwikkelde economieën. Zo is het vooralsnog bijvoorbeeld heel onzeker in welke mate het Amerikaans beleid van koers zal veranderen, hoewel de financiële markten op dit ogenblik, een hogere nominale en reële groei, door belangrijke infrastructuurwerken, lijken in te prijzen. Een sterke uitbreiding van de

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

Instelling	Publicatiedatum	Volumegroei bbp				Inflatie (HICP, tenzij anders vermeld)			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Federaal Planbureau ⁽¹⁾	September 2016	1,4	1,2			2,0	1,6		
IMF	Oktober 2016	1,4	1,4	1,4		2,0	1,6	1,7	
EC	November 2016	1,2	1,3	1,5		1,7	1,7	1,8	
OESO	November 2016	1,2	1,3	1,5		1,7	1,7	1,7	
Consensus Economics	December 2016	1,3	1,4			1,8	1,7		
NBB	December 2016	1,2	1,4	1,6	1,5	1,8	2,0	2,0	2,0

(1) Economische begroting. Voor de inflatiecijfers betreft het de NCPI.

overheidsuitgaven aan het begin van 2017 zou de groei op korte termijn allicht aanzwengelen, maar ze kan ook een verdere stijging van de inflatieverwachtingen en de langetermijnrentes in de hand werken, niet alleen in de Verenigde Staten maar ook op andere markten, wat mogelijk weegt op de particuliere investeringen. Een verdere appreciatie van de Amerikaanse dollar kan de concurrentiekracht van de Europese exporterende ondernemingen misschien verhogen maar op middellange termijn vloeien aanzienlijke neerwaartse risico's voort uit mogelijke protectionistische maatregelen die het handels- en personenverkeer zouden beperken. Dat zou voornamelijk leiden tot een inkrimping van het arbeidsaanbod, een vershraling van de internationale concurrentie en een daling van de koopkracht van de gezinnen.

De beleidsonzekerheid betreft evenwel ook het eurogebied zelf. Hoewel de recente politieke onrust in Italië, na de bij referendum afgewezen grondwetswijzigingen, de financiële markten vooralsnog slechts in beperkte mate beroert, zijn er in 2017 nationale verkiezingen gepland in enkele andere belangrijke landen. Fundamentele koerswijzigingen in het economisch beleid van die landen zullen uiteraard een rechtstreekse impact hebben op de groeivoorzichten van alle landen in het eurogebied.

Wat de louter binnenlandse risico's betreft, kan worden verwezen naar de inschatting van het verloop van de werkgelegenheidsintensiteit van de groei: nog afgezien van een eventuele langere doorwerking van de gunstige effecten van de loonkostenmatiging en de structurele hervormingen, kan de werkgelegenheidsgroei ook in belangrijke mate worden ondersteund door meer persistente factoren, zoals een verdere trendmatige toename van het belang van arbeidsintensieve dienstenbranches. Gelet op de divergentie tussen de begrotingsramingen en de doelstellingen voor het overheidstekort, is het bovendien niet uitgesloten dat in het kader van toekomstige begrotingscontroles of nieuwe begrotingen voor 2018 en 2019, bijkomende consolidatiemaatregelen zullen worden genomen die uiteraard een weerslag kunnen hebben op de macro-economische vooruitzichten. Tot slot zijn ook de hypothesen rond de reële loongroei en het verloop van de winstmarges, die gebaseerd zijn op waarnemingen uit het verleden, omgeven met onzekerheid: indien de toekomstige loonnorm wijst op een andere loonontwikkeling of indien de doorberekening van de stijgende lonen naar de verkoopprijzen anders is dan in deze ramingen wordt aangenomen, kan het verloop van de bedrijvigheid, de werkgelegenheid, het begrotingssaldo of de inflatie afwijken van deze najaarsprognoses.

Bijlage

PROJECTIES VOOR DE BELGISCHE ECONOMIE: SYNTHESE VAN DE BELANGRIJKSTE RESULTATEN

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

	2015	2016 r	2017 r	2018 r	2019 r
Groei (voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)					
Bbp naar volume	1,5	1,2	1,4	1,6	1,5
Bijdragen tot de groei:					
Binnenlandse bestedingen, ongerekend voorraadwijziging ...	1,2	1,0	1,5	1,5	1,5
Netto-uitvoer van goederen en diensten	0,0	0,9	0,2	0,1	0,0
Voorraadwijziging	0,3	-0,7	-0,2	0,0	0,0
Prijzen en kosten					
Geharmoniseerde consumptieprijsindex	0,6	1,8	2,0	2,0	2,0
Gezondheidsindex	1,0	2,1	1,5	1,8	1,8
Bbp-deflator	0,9	1,6	1,7	1,7	1,9
Ruilvoet	1,0	0,9	-0,1	-0,2	0,2
Loonkosten per eenheid product in de private sector ⁽¹⁾	-1,1	0,1	1,6	1,6	2,1
Uurloonkosten in de private sector ⁽¹⁾	-0,1	-0,2	2,0	2,5	3,0
Productiviteit per arbeidsuur in de private sector	1,1	-0,3	0,4	0,9	0,8
Arbeidsmarkt					
Binnenlandse werkgelegenheid (gemiddelde jaar-op-jaar verandering, in duizenden personen) ..	42,1	55,0	45,8	38,0	36,6
Totaal arbeidsvolume ⁽²⁾	0,6	1,4	0,9	0,7	0,7
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad (in % van de beroepsbevolking van 15 jaar of ouder)	8,6	8,2	8,0	7,8	7,6
Inkomens					
Reëel beschikbaar inkomen van de particulieren	0,7	1,8	1,1	1,7	1,9
Spaarquote van de particulieren (in % van het beschikbaar inkomen)	11,7	12,6	12,5	12,7	12,7
Overheidsfinanciën					
Primair saldo (in % bbp)	0,5	-0,3	0,1	-0,2	-0,3
Financieringssaldo (in % bbp)	-2,5	-3,0	-2,3	-2,3	-2,3
Overheidsschuld (in % bbp)	105,8	106,5	106,3	106,0	105,6
Lopende rekening (volgens de betalingsbalans, in % bbp)					
	0,4	1,4	1,6	1,8	2,2

Bronnen: ADS, EC, INR, NBB.

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

(2) Totaal aantal gewerkte uren in de economie.

Helikoptergeld en schuldgefinancierde begrotingsstimulans: in feite hetzelfde?

M. Kasongo Kashama^(*)

Inleiding

Het idee van helikoptergeld (*helicopter money*), dat bijna 50 jaar geleden voor het eerst ter sprake kwam, staat de laatste tijd weer in de belangstelling. Sommigen vinden immers dat een dergelijk instrument, gelet op het moeizame herstel van sommige economieën, deel zou moeten uitmaken van het instrumentarium van de beleidsmakers. Tegen die achtergrond wordt in dit artikel getracht na te gaan hoe doeltreffend helikoptergeld is om de bedrijvigheid te stimuleren en de inflatie te laten terugkeren naar haar beoogde peil. Daartoe vergelijken we de verwachte effecten van helikoptergeld met die van een conventionele, dat wil zeggen schuldgefinancierde, begrotingsstimulans.

Het is belangrijk erop te wijzen dat de hier uitgevoerde economische analyse louter conceptueel is. Ze beoogt met andere woorden geenszins specifieke conclusies te trekken inzake het te voeren budgettair of monetair beleid in de landen van het eurogebied. Ook op de activiteiten van de Bank in het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) is er uiteraard geen bijzondere weerslag. Bovendien is deze analyse niet juridisch van aard. In dit artikel wordt meer bepaald geen uitspraak gedaan over de juridische haalbaarheid van het helikoptergeld in het licht van de regels van het ESCB en meer bepaald uit het oogpunt van artikel 123 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) die de monetaire financiering van de Europese overheidsinstanties door de Europese Centrale Bank (ECB) en de centrale banken van de lidstaten verbiedt.

Het artikel begint met een overzicht van de mechanismen die de voorstanders van dit beleid traditioneel voorstellen om de efficiëntie ervan te verklaren, waarna een integrale analyse volgt van de gestileerde balansen van een centrale bank en een staat teneinde dieper in te gaan op die beweringen en de vergelijking tussen helikoptergeld en schuldgefinancierde begrotingsstimulans te vergemakkelijken.

Uit die analyse blijkt dat helikoptergeld wellicht sterk gelijkert op een financiering van de overheidsuitgaven via de uitgifte van kortlopende overheidsschuld. Hoewel het helikoptergeld niet leidt tot een toename van de bruto-overheidsschuld, verlaagt de daling van het eigen vermogen van de centrale bank de nettocrediteurpositie van de overheid of, daarmee gelijkwaardig, verhoogt ze haar nettoschuldpositie omdat de centrale bank een schuldinstrument uitgeeft dat basisgeld of 'centralebankgeld' wordt genoemd. Bovendien is dat basisgeld in moderne monetaire stelsels rentedragend, zodat de financiën van de geconsolideerde overheid na de invoering van het systeem ook een zeer vergelijkbare dynamiek vertonen in de scenario's helikoptergeld en schuldgefinancierde begrotingsexpansie. Beide beleidsvormen brengen hogere overheidsuitgaven voor rentelasten met zich, hetzij via de rentebetalingen van de centrale bank op haar reserves, hetzij via de rente die de overheid betaalt op haar uitstaande schuld.

Vervolgens worden enkele elementen aangevoerd die verklaren waarom helikoptergeld toch doelmatiger zou kunnen blijken dan schuldgefinancierde begrotingsstimulans. In de laatste paragraaf wordt trouwens een eventuele complicatie van dat alternatief beleid besproken: het risico, hoe gering ook, dat een inflatoire spiraal ontstaat bij gebrek aan coördinatie tussen het monetair en het begrotingsbeleid.

(*) De auteur dankt Jef Boeckx en Luc Aucremanne voor hun commentaren en suggesties.

De belangrijkste conclusie lijkt – zoals Reis (2013) reeds opmerkte in zijn artikel over de mystiek die de balans van de centrale bank omgeeft – dat het laten stijgen van de inflatie de voornaamste, zo niet de enige, hefboom is waarover centrale banken beschikken om middelen te genereren.

1. Definitie

Het begrip ‘helikoptergeld’ verwijst naar een beleid waarin een permanente/onomkeerbare stijging van de geldbasis, dat is de som van de in omloop zijnde bankbiljetten en munten en de door de commerciële banken bij de centrale bank aangehouden reserves (ook centralebankreserves genoemd), wordt aangewend om maatregelen ter stimulering van de totale vraag te financieren. Het werd oorspronkelijk bedacht door Milton Friedman (1969), die een vergelijking maakte tussen een ‘helikopterdropping’ en het idee van een centrale bank die nieuwe bankbiljetten drukt en deze biljetten, als uitzonderlijke overdracht, onder de huishoudens verdeelt om de bestedingen te stimuleren. Gelet op de budgettaire aspecten van zo’n beleid kreeg ook de overheid een rol toebedeeld, wat de definitie van helikoptergeld verruimde tot ‘met geld gefinancierde budgettaire stimulering’ (Bernanke, 2016; Buiters, 2014; Gali, 2014) of ‘openlijke monetaire financiering’ (Turner, 2015). Vanuit die invalshoek vereist helikoptergeld een uitdrukkelijke coördinatie tussen de overheid en de centrale bank, aangezien het bestaat uit een (door de overheid gevoerd) expansief begrotingsbeleid dat wordt gefinancierd door een (door de centrale bank bewerkstelligde) permanente toename van de geldbasis en niet door de uitgifte van nieuwe overheidsschuld.

2. Algemene relevantie in de huidige context

Tegen de achtergrond van de aanhoudende onderbenutting van de productiecapaciteit, hebben tal van grote geavanceerde economieën nog steeds een relatief laag inflatiepeil. Voorts hebben de centrale banken, om gunstige

omstandigheden te creëren voor een robuust herstel en een deflatorio scenario te voorkomen, de afgelopen jaren hun monetair beleid wereldwijd zeer sterk versoepeld. Ze lieten onder meer de nominale rente naar haar ondergrens zakken (waarbij sommige ook gebruik maakten van negatieve rentes), kochten massaal activa aan (ook bekend als kwantitatieve versoepelingsprogramma’s) en verstrekten forward guidance om te verzekeren dat de soepele monetaire voorwaarden geruime tijd van kracht zouden blijven⁽¹⁾. De aanwending van dat arsenaal aan monetaire instrumenten deed bij sommige waarnemers trouwens enige vrees ontstaan dat er negatieve secundaire effecten zouden opduiken, met name inzake financiële stabiliteit.

In een dergelijke context is het niet toevallig dat het idee van een toevlucht tot begrotingsmaatregelen, met inbegrip dus van helikoptergeld, in de schijnwerpers komt te staan. Die maatregelen worden beschouwd als aanvullende instrumenten die, samen met de monetaire versoepeling, de totale vraag mee kunnen helpen herstellen. Voor een dergelijke bijdrage is het uiteraard absoluut noodzakelijk over gezonde overheidsfinanciën te beschikken, die mee de efficiëntie van zowel de monetaire als de budgettaire impulsen bepalen⁽²⁾.

Het begrotingsbeleid kan meer bepaald raadzaam lijken omdat het in het huidig economisch klimaat gekenmerkt wordt door een hoge multiplier (wat de efficiëntie ervan verhoogt)⁽³⁾. Aan die redenering ligt voornamelijk de volgende logica ten grondslag: aangezien verwacht wordt dat de centrale banken hun beleidsrentes gedurende een aanzienlijke periode laag zullen houden – in de buurt van hun ondergrens – zal de begrotingsstimulus geen compenserende stijging van de nominale rente teweegbrengen. Er zal met andere woorden geen verdringingseffect ontstaan, ‘althans niet tot de rente boven de ondergrens uitstijgt of de conjuncturele werkloosheid aanzienlijk daalt’ (vrije vertaling van DeLong en Summers, 2012). Vanuit een andere invalshoek bekeken, namelijk wanneer er wordt van uitgegaan dat de grenzen van het monetair beleid zouden kunnen samenhangen met een liquiditeitsval in een klimaat van geringe groei en lage rentes⁽⁴⁾, doen (theoretische) elementen vermoeden dat budgettaire beleidsmaatregelen, die doorwerken via een ‘inkomensstroom’ en dus met andere woorden directer op de uitgaven zijn gericht dan het (conventioneel) op de ‘rentestroom’ gesteund monetair beleid, de uitgaven op passende wijze zullen helpen stimuleren.

3. Vergelijking tussen helikoptergeld en schuldgefinancierde begrotingsstimulus

In de huidige context verdedigen sommigen dat beleidsmaatregelen van budgettaire aard, samen met ander

(1) Zie bijvoorbeeld de jaarverslagen van de NBB sinds 2007 voor een uitvoerige behandeling van de verschillende, tijdens de afgelopen jaren door het Eurosysteem genomen monetairbeleidsmaatregelen. Zie ook Cordemans en Ide (2014) voor een beknopt overzicht van de monetairbeleidskoers in de geavanceerde economieën sinds de crisis. Cordemans *et al.* (2016) geven trouwens meer specifieke toelichting bij het programma voor de aankoop van activa waarmee het Eurosysteem in 2015 van start ging.

(2) Zie Boeckx en Deroose (2016) voor een grondige bespreking van de plaats die het begrotingsbeleid, naast het monetair beleid, inneemt in het huidig economisch debat.

(3) Zie onder meer Christiano *et al.* (2009), DeLong en Summers (2012), Woodford (2012) of Melyn *et al.* (2016).

(4) Een liquiditeitsval is een situatie waarin de geldvraag volkomen elastisch is geworden voor de rente aangezien de nominale rentetarieven hun ondergrens benaderen, waardoor het conventioneel monetair beleid al zijn kracht verliest, terwijl tegelijkertijd een meer negatieve reële rente wenselijk of zelfs passend kan zijn om de economie aan te wakkeren. Zie onder meer Krugman (1998) en Dotsey (2010).

economisch beleid zoals het monetair beleid en het structureel beleid, worden ingezet om het mondiale herstel te stimuleren. Zo is ook over helikoptergeld een levendige discussie op gang gekomen, meer bepaald omdat het vaak wordt beschouwd als de meest doeltreffend geachte beleidskeuze van budgettaire aard. Dat standpunt wordt verderop onderzocht.

Volgens de voorstanders van helikoptergeld zou dit laatste een sterkere invloed hebben op de economie dan een conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulans omdat het – in tegenstelling tot deze laatste – de toekomstige belastingdruk niet opvoert ...

Indien weldoordacht (en dus bijvoorbeeld gericht op personen met een sterke marginale neiging om hun vermogen te consumeren), stimuleren beide begrotingsstimuli rechtstreeks de bestedingen en bijgevolg de totale nominale vraag. Zoals reeds vermeld, zou de aldus gegeven impuls sterker zijn bij een zeer laag rentepeil dan in normale omstandigheden omdat zich geen verdringingseffecten voordoen. Algemeen beschouwd, zal de wijze waarop en de snelheid waarmee de nominale expansie uiteindelijk zal worden verdeeld over de stijging van het prijspeil en de groei van de reële productie, afhangen van de meer structurele kenmerken van de economie. Omdat hier wordt uitgegaan van overcapaciteit is het echter zeer waarschijnlijk dat bedrijven – althans gedeeltelijk – aan de stijgende vraag zullen voldoen door ongebruikte middelen in te zetten voor de productie van nieuwe goederen en diensten (of door hun voorraden op te ruimen). In dat verband tonen DeLong en Summers (2012) aan dat, als de economie voldoende zwak is, een groot deel van de begrotingsstimulans tot uiting kan komen in een reël productie-effect (in plaats van een louter prijseffect), en zulks zowel op korte als op lange termijn aangezien een 'hysteresis'-verschijnsel wordt vermeden (het hysteresis-effect ontstaat hier wanneer een aanhoudend zwakke groei uiteindelijk de productiecapaciteit op lange termijn verlaagt).

Omdat een schuldgefinancierde begrotingsstimulans in principe leidt tot een stijging van de door de private sector aangehouden bruto-overheidsschuld en dus ook tot een toename van de toekomstige rentelasten voor

de overheid, dreigen private subjecten die in verband te brengen met toekomstige belastingen en zullen ze dus minder uitgeven. Een dergelijk gedrag, dat 'Ricardiaans' wordt genoemd, kan het initieel expansief effect van het stimuleringsbeleid geheel of gedeeltelijk neutraliseren⁽¹⁾. In het algemeen valt moeilijk in te schatten in hoeverre Ricardiaanse effecten kunnen ontstaan. In het uiterste geval kan worden aangevoerd dat het oorspronkelijke multiplicatoreffect van de begrotingsstimulansen in een klimaat van zwakke groei en lage rentes uiteindelijk zal leiden tot een daling van de ratio van de bruto-overheidsschuld ten opzichte van het bbp, wat de kans op Ricardiaanse effecten vermindert (DeLong en Summers, 2012). Omdat de bezorgdheid over de houdbaarheid van de bruto-overheidsschuld in heel wat landen uitvoerig aan de orde is in politieke debatten en economische discussies, is het daarentegen ook mogelijk dat de Ricardiaanse effecten momenteel een sterke invloed uitoefenen (Turner, 2015).

Omdat de voorstanders van helikoptergeld de aanwending hiervan zien als een begrotingsexpansie die de overheidsschuld niet verhoogt, zou het volgens hen in ieder geval geen hogere toekomstige belastingen vereisen. Bijgevolg stellen die voorstanders dat er geen ruimte zal zijn voor het ontstaan van Ricardiaanse compenserende effecten. Fundamenteel vloeit het 'gratis karakter' van helikoptergeld (*helicopter money is a free lunch*) voort uit de (min of meer expliciete) hypothese dat het voor de financiering van de begrotingsstimulans gebruikte geld op geen enkele wijze vergelijkbaar is met de overheidsschuld die resulteert uit de nieuwe obligaties die de overheid uitgeeft, noch naar de aard (geld dat nooit moet worden terugbetaald tegen brutoschuld die op een bepaald ogenblik vervalt) noch naar de kosten ervan (niet-rentedragend geld tegen obligaties waarop rente moet worden betaald)⁽²⁾.

... en nochtans blijkt uit een grondige analyse dat helikoptergeld verwant is aan een financiering van de overheidsuitgaven via de uitgifte van kortlopende overheidsschuld.

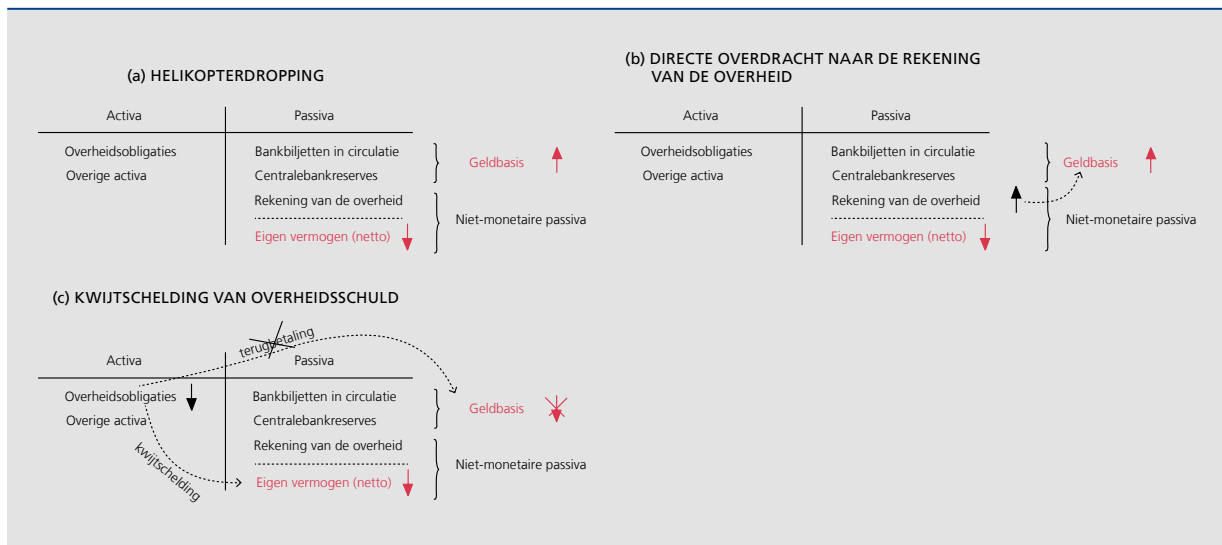
Om meer formeel na te gaan in hoeverre helikoptergeld kan worden vergeleken met een conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulans, is het van cruciaal belang de invloed en de gevolgen van beide beleidsmaatregelen voor de nettopositie van de overheidssector als geheel te onderscheiden.

Als inleiding is het nuttig te duiden welk effect de verschillende vormen van helikoptergeld hebben op de balans van een centrale bank. Hoewel algemeen beschouwd kan worden gedacht aan vier mogelijkheden om helikoptergeld toe te passen, worden slechts drie ervan in grafiek 1 weergegeven⁽³⁾. Uit de illustratie blijkt in het bijzonder dat die verschillende vormen van

(1) Vanuit de overweging dat de particuliere subjecten hun consumptie zouden kunnen terugschroeven omdat ze in de toekomst een zwaardere belastingdruk verwachten, veronderstelt de theorie van de Ricardiaanse equivalentie dus dat die subjecten geen verschil maken tussen een stijging van de huidige of toekomstige belastingen. Dit betekent eveneens dat de overheidsschuldbewijzen die ze houden voor hen geen nettovermogen zijn, aangezien ze worden gecompenseerd door de geactualiseerde waarde van de toekomstige belastingen.

(2) Zie bijvoorbeeld Buitier (2014) die, om te rechtvaardigen dat helikoptergeld superieur is aan conventionele begrotingsstimulansen, stelt dat niet-inwisselbaar renteloos geld voor de particulieren 'per definitie' een nettovermogen vormt.

(3) Later wordt uitgelegd waarom niet het scenario wordt getoond waarbij de centrale bank eeuwigdurende overheidsobligaties met nulcoupon rechtstreeks bij de overheid koopt.



(1) De pijltjes geven de onmiddellijke veranderingen in de balansposten weer. De bewegingen worden beoordeeld ten opzichte van de hypothetische situatie (waarin helikoptergeld niet wordt ingezet), bij overigens gelijkblijvende omstandigheden. In alle gevallen wordt de extra liquiditeit ten opzichte van het hypothetisch scenario gespreid over de bankbiljetten in omloop en de centralebankreserves volgens de relatieve voorkeur van de subjecten voor die activa.

helikoptergeld allemaal leiden tot een daling van het eigen vermogen van de centrale bank: die daling financiert de stijging van de liquiditeiten waarover het grote publiek uiteindelijk zal beschikken.

- (a) **Helikopterdropping:** de centrale bank creëert geld en draagt het rechtstreeks (en onomkeerbaar) over aan de particulieren. In dit geval stijgen de monetaire passiva van de centrale bank aangezien de door de private sector aangehouden geldhoeveelheid toeneemt. Die stijging wordt gecompenseerd door een overeenkomstige daling van het eigen vermogen van de centrale bank. De overheid speelt daarbij in principe geen rol. In de praktijk hoeft echter niet te worden uitgesloten dat de centrale bank met de overheid samenwerkt en haar steun krijgt om op voorwaardelijke basis geld te verstrekken aan particulieren. Zo zou het geld bij de particulieren kunnen worden teruggevorderd indien het na een bepaalde tijdspanne niet uitgegeven is. Een andere mogelijkheid zou erin bestaan enkel te mikken op de individuen met de grootste consumptieneiging.
- (b) **Directe overdracht naar de rekening van de overheid:** het geld wordt rechtstreeks gecrediteerd op de rekening van de overheid bij de centrale bank. Een daling van het eigen vermogen van de centrale bank compenseert de stijging van het op de rekening van de overheid beschikbare krediet. Zodra de begrotingsexpansie door de overheid tot stand komt, creëert ze geldoverdrachten naar de private sector en wordt

het saldo van de overheidsrekening omgezet in extra basisgeld (zie de pijl in stippellijn). In zekere zin wordt de participatie van de staat in het kapitaal van de centrale bank hier door helikoptergeld omgezet in meer liquide activa die de overheid kan gebruiken om een begrotingsexpansie te financieren.

- (c) **Kwijtschelding van de overheidsschuld:** de centrale bank herstructureert en/of annuleert unilateraal (een deel) van de overheidsschuld die ze aanhoudt. De activa van de centrale bank dalen voor eenzelfde bedrag als de haircut, en dit wordt geboekt als een verlies op haar eigen vermogen. Omdat de overheid nu niet langer haar primair saldo hoeft te verhogen om de centrale bank terug te betalen (interessen en/of hoofdsom), beschikt ze over de nodige budgettaire ruimte voor de begrotingsstimulans. Op het eerste gezicht lijkt deze transactie niet op een permanente verruiming van de geldbasis. Vergeleken met de hypothetische situatie blijkt die transactie echter wel degelijk zo'n stijging van de geldbasis te veroorzaken. Een terugbetaling door de overheid van de door de centrale bank aangehouden obligaties zou immers leiden tot een verkleining van de effectenportefeuille van de monetaire autoriteit, op de actiefzijde, maar ook van de centralebankreserves, op de passiefzijde, omdat de overheid middelen onttrekt aan de private sector om de centrale bank terug te betalen. De daling van de centralebankreserves wordt voorkomen bij een kwijtschelding van de schuld – ze handhaven zich op een constant peil – aangezien de compenserende

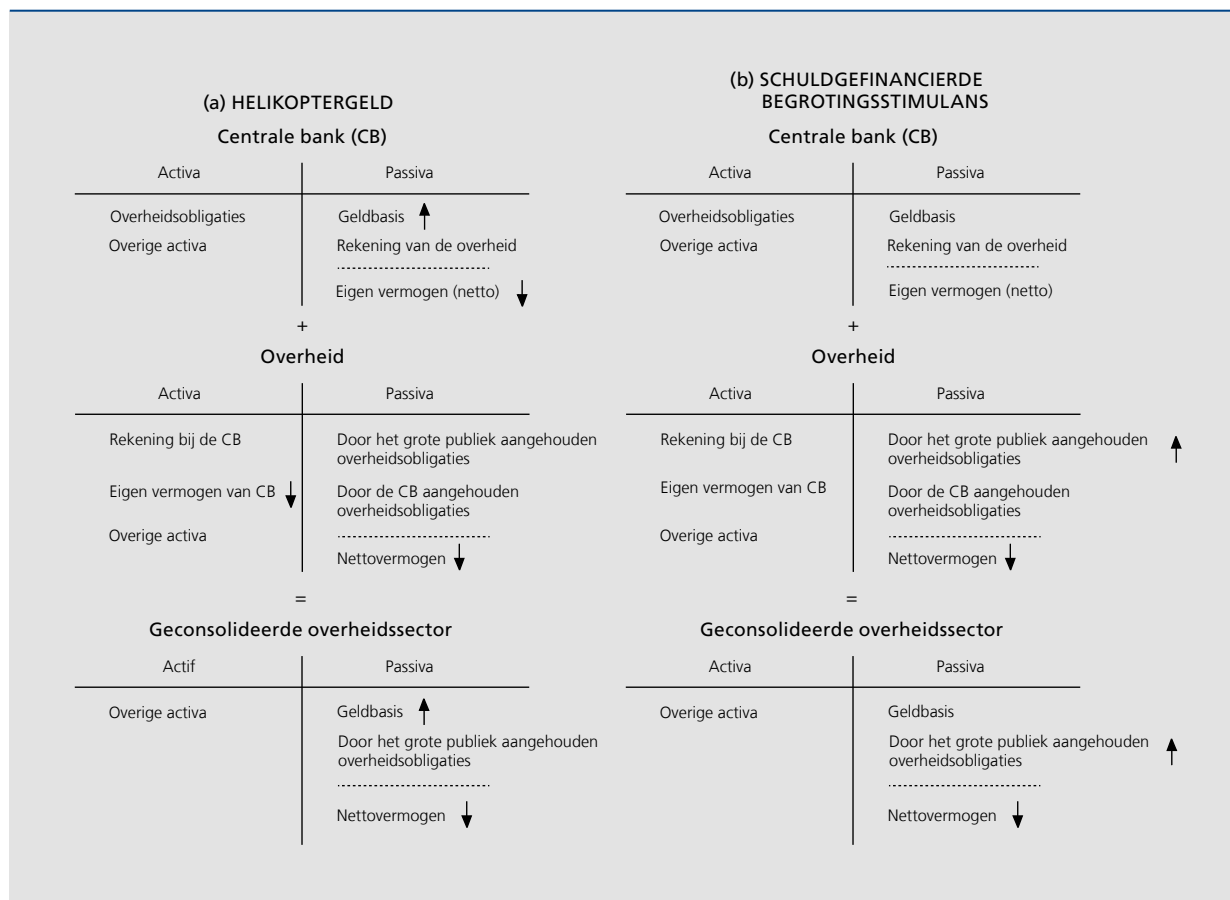
beweging bestaat uit een vermindering van het eigen vermogen van de monetaire autoriteit.

Hoewel die mogelijkheid soms wordt overwogen, wordt hier niet ingegaan op de aanwending van helikoptergeld waarbij de centrale bank rechtstreeks bij de overheid eeuwigdurende overheidsobligaties met nulcoupon aankoopt. Die vorm van helikoptergeld heeft immers niet meteen hetzelfde effect op de balans van de centrale bank als de andere vormen: hij leidt immers niet tot een onmiddellijke daling van het eigen vermogen die de stijging van de liquiditeit compenseert. Uit een meer dynamisch oogpunt bekeken, hebben de vier verschillende vormen van helikoptergeld wél een relatief evenwaardige uitwerking op de balans van de centrale bank: in vergelijking met de hypothetische situatie doen ze op een bepaald ogenblik allemaal haar eigen vermogen dalen indien de rente op de centralebankreserves boven nul uitkomt. Dit punt wordt verderop uitvoeriger behandeld.

Op basis van wat voorafgaat, geeft grafiek 2 een integrale analyse weer van de invloed van helikoptergeld en van een conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulans, aan de hand van de vereenvoudigde balansen van enerzijds de centrale bank en anderzijds de overheid, en van hun consolidatie in de overheidssector als geheel (de 'geconsolideerde overheidssector').

De analyse van de invloed op de balans van de centrale bank toont de verschillende aard van de financiering van beide beleidsmaatregelen aan. Enerzijds wordt de balans van de centrale bank, omdat de financiering van een schuldgefinancierde begrotingsstimulans in principe geen toename van de geldbasis noch enig ander optreden van de centrale bank vereist, door die stimuleringsmaatregel niet gewijzigd. Bij de aanwending van helikoptergeld, daarentegen, verandert de samenstelling van de passiva van de centrale bank: zoals reeds in grafiek 1 werd vermeld, is het immers een daling van het eigen vermogen

GRAFIEK 2 INVLOED VAN HELIKOPTERGELD EN EEN SCHULDGEFINANCIERDE BEGROTINGSSTIMULANS OP DE VEREENVOUDIGDE BALANSEN VAN DE CENTRALE BANK, DE OVERHEID EN DE GECONSOLIDEERDE OVERHEIDSSECTOR⁽¹⁾



(1) De pijltjes geven de impact weer die elke beleidsmaatregel op de balansposten heeft. De veranderingen worden beoordeeld in vergelijking met de hypothetische situatie (geen beleidsmaatregel), bij overigens gelijkblijvende omstandigheden. Hier wordt een begrotingsstimulans beschouwd met als onmiddellijk effect dat de balans van de overheid verslechtert, bijvoorbeeld transfers (dus geen investeringsprogramma's van de overheid die bedoeld zijn om activa op te bouwen en die zouden kunnen leiden – althans wanneer het rendement op die activa hoger is dan hun financieringskosten – tot een versteviging van de balans van de overheid).

die de toename financiert van de aan de particuliere subjecten ter beschikking gestelde geldbasis.

Voor de balansen van de overheid en de geconsolideerde overheidssector zijn de effecten meer vergelijkbaar, zowel uit een statisch als uit een meer dynamisch oogpunt. Meer bepaald,

- (i) bij tenuitvoerlegging leiden beide stimuli tot een daling van het nettovermogen van de overheid en de overheidssector als geheel. Dit geldt voor helikoptergeld hoewel de bruto-overheidsschuld ongewijzigd blijft, aangezien de daling van het eigen vermogen van de centrale bank om de begrotingsexpansie te financieren, overeenkomt met een daling van de activa van de overheid – dit omdat de staat de uiteindelijke aandeelhouder is van de centrale bank⁽¹⁾. Evenzo veroorzaakt de daling van het eigen vermogen van de centrale bank uiteindelijk een stijging van de nettoschuldpositie van de overheidssector als geheel, omdat de passiva op geconsolideerd niveau toenemen als gevolg van de creatie van extra basisgeld. Die gevolgen lijken sterk op die van een schuldgefinancierde begrotingsstimulus, waarin de stijging van de brutoschuld wordt gecompenseerd door een daling van het nettovermogen voor de overheid en de geconsolideerde overheidssector.
- (ii) vervolgens veroorzaken beide stimuli een stijging van de rentebetalingen van de overheidssector als geheel aangezien in feite een rentedragend schuldbewijs wordt uitgegeven om de lopende uitgaven te betalen. Met andere woorden, omdat in de huidige monetairbeleidstelsels de centralebankreserves worden vergoed, is helikoptergeld inderdaad vergelijkbaar met een toename van overheidsschuld die rentedragend is, namelijk de kortetermijnrente. Hoewel een deel van het extra basisgeld zal bestaan uit bankbiljetten, dus een niet-vergoed passief van de centrale bank, kan redelijkerwijs worden aangenomen dat dit niets aan die bevinding zal veranderen. Als helikoptergeld de particulieren niet dwingt

(1) Centrale banken die, zoals de Nationale Bank van België, privé-aandeelhouders hebben, worden hier buiten beschouwing gelaten.

(2) Die determinanten zijn opvragingen voor transacties, de neiging van de subjecten om biljetten op te potten (die deels afhangt van het rentepercentage, dus de opportuniteitskosten voor het aanhouden van bankbiljetten), de beschikbaarheid van andere betaalmiddelen, de omvang van de schaduw-economie en de vraag door niet-ingezetenen.

(3) Voor de aankoop van eeuwigdurende obligaties met nulcoupon zouden de niet-vergoede activa aanvankelijk gepaard gaan met passiva die rente opbrengen.

(4) Zie bijvoorbeeld Boeckx en Ide (2012) voor nadere informatie over de balansposten van een centrale bank en haar liquiditeitsbeheer.

(5) Borio *et al.* (2016) gaan zelfs nog verder: ze voeren inderdaad aan dat het besluit om de extra reserves die in het helikoptergeldscenario worden gecreëerd niet te vergoeden, ertoe zou leiden dat het monetair beleid voor altijd wordt opgegeven, aangezien de – met de economische groei samenhangende – liquiditeitsabsorberende processen zeer veel tijd zouden vergen.

(6) De mogelijkheden voor de centrale bank om de vorming van niet-rentedragende reserveverplichtingen op te leggen die gelijk zijn aan het bedrag van de monetaire expansie (zodat het peil van de overreserves onveranderd blijft) of om de additionele reserves te vergoeden maar de kosten te dekken via een afzonderlijke heffing op de commerciële banken (Bernanke, 2016), worden ook algemeen aangehaald om de superioriteit van helikoptergeld te vrijwaren. Toch komen ze op hetzelfde neer: het gaat om een met belastingen gefinancierd begrotingstekort, aangezien de commerciële banken – die behoren tot de private sector – in beide gevallen de uiteindelijke kosten dragen (zie ook Borio *et al.*, 2016).

meer bankbiljetten aan te houden dan gewoonlijk, bestaat er immers geen reden om te veronderstellen dat de vraag naar deze laatste zal worden bepaald door iets anders dan haar 'traditionele' structurele determinanten⁽²⁾ na de aanwending van helikoptergeld. Er is, met andere woorden, fundamenteel geen enkele reden om ervan uit te gaan dat de vraag naar bankbiljetten fors zal toenemen als gevolg van helikoptergeld. Indien de rentetarieven op centralebankreserves en overheids-schuldbewijzen aanvankelijk negatief zijn, zullen beide beleidsmaatregelen dus eerst een bron van inkomsten zijn voor de staat – omdat niet-vergoede passiva (het nettovermogen) worden omgeuild tegen passiva die nu rente opbrengen⁽³⁾ – en zal het nettovermogen dus (tijdelijk) stijgen ten opzichte van het hypothetische scenario. Op langere termijn betekent dit echter dat dit nettovermogen opnieuw zal dalen indien de rente weer positief wordt naarmate het herstel op gang komt.

In beide scenario's wordt het aanvankelijk collectief aangehouden vermogen (het nettovermogen van de overheid) dus omgezet in een meer liquide actief dat ter beschikking wordt gesteld van de particuliere subjecten (overheids-schuldbewijzen of basisgeld). Aangezien dat actief een nettoschuld van de overheid vormt en in beide gevallen rentebetalingen veronderstelt, is er a priori geen reden om aan te nemen dat rationele particulieren verschillende verwachtingen zullen hebben ten aanzien van de eventuele toekomstige belastingdruk die het (al dan niet) zou kunnen veroorzaken. Bijgevolg is het weinig waarschijnlijk dat helikoptergeld doeltreffender zal zijn dan een conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulus.

Niettemin is een situatie denkbaar waarin de centrale bank besluit de extra reserves die in het helikoptergeldscenario op permanente basis in de economie worden geïnjecteerd, niet te vergoeden, dit om de superioriteit qua doeltreffendheid van helikoptergeld in tegenstelling tot conventionele begrotingsstimulus te garanderen. Aangezien op die manier een groot deel van het liquiditeitsoverschot niet zou worden vergoed, zou de zeer korte geldmarktrente gedurende een mogelijk lange periode op 0% geblokkeerd blijven (namelijk de tijd die nodig is vooraleer dat liquiditeitsoverschot volledig geabsorbeerd is in de balansposten van de centrale bank waarvan het verloop samenhangt met de groei van de economie, zoals de netto liquiditeitsverkrappende autonome factoren en de reserveverplichtingen⁽⁴⁾). Dit zou er al met al op neerkomen dat de centrale bank gedurende een mogelijk lange tijd afziet van een actief monetair beleid en het bereiken van haar primaire doelstelling van prijsstabiliteit⁽⁵⁾, en tevens ruimte laat voor de onwenselijke gevolgen van een te lang handhaven van lage rentetarieven. Uiteindelijk zou een dergelijk scenario de economie kunnen doen belanden in een explosieve inflatiespiraal⁽⁶⁾. Hoewel zo'n verschijnsel

ongewenst is, vormt de loutere mogelijkheid om de inflatie te laten versnellen wel een krachtig mechanisme dat eveneens in de volgende paragraaf wordt besproken.

4. Wanneer zou helikoptergeld niettemin doelmatiger kunnen zijn ?

Ondanks de bovenvermelde conclusies kunnen twee voorwaarden worden bedacht die Ricardiaanse effecten bij helikoptergeld minder waarschijnlijk kunnen maken dan bij een conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulans, wat zou garanderen dat de eerstgenoemde beleidsmaatregel beter dan deze laatste in staat is om de economie te stimuleren in een klimaat van trage groei en rentetarieven die zich in de buurt van hun ondergrens bevinden.

4.1 Het oppervlakkig argument : wanneer de consolidatie van de balansen van de overheidssector niet nodig wordt geacht

Helikoptergeld kan doelmatiger zijn dan een schuldgefinancierde stimulans indien de particuliere subjecten oordelen dat de balansen van de centrale bank en de overheid niet moeten worden geconsolideerd. Bijgevolg zet de daling van het eigen vermogen van de centrale bank de particulieren er niet toe aan te anticiperen op een verhoging van de toekomstige belastingen of een vermindering van de overheidsuitgaven.

In het algemeen kan dit de realiteit weerspiegelen aangezien de financiële markten, de internationale instellingen maar ook de nationale en supranationale governancekaders vaak veel aandacht besteden aan de bruto-overheidsschuld, terwijl de nettopositie van de geconsolideerde overheidssector (inclusief monetaire schuld op korte termijn) doorgaans wordt veronachtzaamd. In het kader van het eurogebied zou ook kunnen worden beweerd dat het gebrek aan balansconsolidatie tot op zekere hoogte van toepassing is omdat bij monetairbeleidstransacties de risico's (in principe) worden gedeeld, terwijl er geen begrotingsunie bestaat⁽¹⁾.

(1) In een (zeer!) hypothetisch voorbeeld waarin helikoptergeld ten goede zou komen aan landen waar de geraamde marginale consumptieneiging het hoogst is, mogen bijgevolg geringere Ricardiaanse effecten in het eurogebied worden verwacht. Waarom? Omdat de liquiditeiten in handen zouden komen van ingezetenen met een hoge verwachte neiging om ze uit te geven, terwijl de uiteindelijke kosten zouden worden verdeeld over het eurogebied, dus ook onder ingezetenen met een geringere neiging om minder te verbruiken bij een negatieve schok in het binnenlandse nettovermogen van de overheid. De stijging van de rente-uitgaven als gevolg van helikoptergeld zou immers worden opgenomen in de netto monetaire inkomsten van het Eurosysteem en zou uiteindelijk tussen de lidstaten van het eurogebied worden verdeeld op grond van de verdeelsleutel van het kapitaal van de ECB.

(2) Anders gezegd : omdat via de versnelling van de inflatie een hoger prijspeil wordt getolereerd in vergelijking met de hypothetische situatie, kunnen reële verliezen in het nettovermogen (althans tot op zekere hoogte) worden vermeden in de overheidssector. De versnelling van de inflatie houdt dus in dat de reële passiva onveranderd blijven, terwijl de nominale geconsolideerde overheidsschuld stijgt. Aangezien de Ricardiaanse equivalentie een reëel begrip is, zouden de ermee verwante effecten minder waarschijnlijk zijn.

In elk geval zou, zelfs indien een verband zou worden gelegd tussen de overheid en de centrale bank, deze laatste, die gewoonlijk beschikt over een positief eigen vermogen, gemakkelijker in staat kunnen worden geacht het hoofd te bieden aan de daling van haar nettovermogen. Derhalve zou een stijging van de rentebetalingen op haar passiva in de toekomst kunnen worden gefinancierd zonder nieuwe belastingen te heffen, zodat de Ricardiaanse effecten niet even groot uitvallen.

4.2 Een overtuigender argument : wanneer een tijdelijke versnelling van de inflatie door de centrale bank wordt getolereerd

Helikoptergeld kan doelmatiger zijn dan een schuldgefinancierde begrotingsstimulans indien de centrale bank een tijdelijke versnelling van de inflatie aanvaardt en de particulieren begrijpen dat ze aldus haar macht gebruikt om de financiële lasten van helikoptergeld onder controle te houden.

Van cruciaal belang is hier dat de centrale bank bevoegd is voor het rentebeleid. Dit betekent dat ze, in tegenstelling tot de overheid, kan beslissen over de rentelasten van haar schulden. Het afzien van een renteverhoging wanneer helikoptergeld de economie aanwakkert, biedt de centrale bank immers altijd een mogelijkheid om de kosten van die opleving te beperken en de Ricardiaanse effecten dus minder waarschijnlijk te maken⁽²⁾. De prijs die uiteindelijk voor die strategie moet worden betaald, is een tijdelijk hogere inflatie.

Hier zou de vraag kunnen rijzen of een dergelijke versnelling van de inflatie wenselijk is. Er zijn goede redenen om aan te nemen dat die vraag positief kan worden beantwoord in de huidige context waarin bepaalde economieën bedreigd worden door liquiditeitsvallen. Waarom? Omdat in een situatie waarin de nominale rente niet verder kan dalen, de Fishervergelijking stelt dat de wenselijkheid van een meer negatieve reële rente ook betekent dat een (meer) positieve verwachte inflatie welkom is. Eenvoudig gezegd : indien de reële rente, nadat de nominale rente haar ondergrens heeft bereikt, nog altijd boven haar (negatief) natuurlijk peil ligt, vormt de (sterkere) ondersteuning van de inflatieverwachtingen de belangrijkste hefboom die het mogelijk maakt de reële rente verder neerwaarts aan te passen tot haar wenselijke niveau en aldus het herstel op passende wijze te bevorderen. Het is belangrijk daarbij op te merken dat de 'ontsporing' van de inflatie (*inflation overshoot*) ten opzichte van de hypothetische situatie van een renteverhoging zodra de economie opleeft, niet noodzakelijk betekent dat de inflatie boven de inflatiedoelstelling van

de centrale bank zal uitkomen, omdat de hypothetische situatie a fortiori een verwachte inflatie onder die doelstelling kan impliceren.

Uiteraard zou die strategie om de rente gedurende een lange periode laag te houden terwijl de bedrijvigheid, en derhalve ook de inflatie, aantrekt, ook zonder helikoptergeld kunnen worden uitgevoerd, bijvoorbeeld volgend op een schuldgefinancierde begrotingsexpansie. Toch mag redelijkerwijze worden aangenomen dat het gemakkelijker is een dergelijk streven mee te delen en te doen begrijpen in het helikoptergeldscenario. De bezorgdheid van de centrale bank voor haar eigenvermogenspositie heeft in dit verband immers een signaalfunctie, die de particuliere subjecten ertoe aanzet meer waarde te hechten aan de belofte dat de rente niet te snel zal worden verhoogd (omdat dit de financiën van de centrale bank zou kunnen aantasten). Dit is immers ook een van de transmissiekanalen van de kwantitatieve versoepeling: het aankopen van langlopende obligaties geeft een signaal over het verloop van de toekomstige beleidsrentes van de centrale bank aangezien deze laatste hun financiën beïnvloeden⁽¹⁾. Net als de kwantitatieve versoepeling kan helikoptergeld dus een krachtig engagement vormen indien de centrale bank gelooft in, en bereid is tot het hanteren van, Odysian forward guidance. Dat is forward guidance met nominale kortlopende rentes in de buurt van hun ondergrens, waarbij de centrale bank de particuliere subjecten ervan tracht te overtuigen dat de opleving van de economie niet gepaard zal gaan met een rentestijging zoals in het verleden, maar dat ze trager zal reageren op de toenemende inflatie en groei, en dit om neerwaartse druk uit te oefenen op de reële langetermijnrente (Campbell *et al.*, 2012). Daartegenover is het voor de lidstaten van een monetaire unie zeker niet mogelijk toe te zeggen dat ze de rente op hun brutoschuld laag zullen houden, en dat is ook minder eenvoudig voor landen met een *onafhankelijke* centrale bank.

5. Een begrenzing van helikoptergeld: kapitaalverliezen van de centrale bank en hyperinflatie

Helikoptergeld zoals het in dit kader gedefinieerd is, leidt tot een onmiddellijke daling van het eigen vermogen van de centrale bank, alsook tot verdere toekomstige afnames van het eigen vermogen indien de rente stijgt. Als het

(1) Zie Cordemans *et al.* (2016) voor een overzicht van de transmissiekanalen van een kwantitatieve versoepeling.

(2) Naast het bestaan van dekking door de overheid, is ook het vermogen van de centrale bank van belang om, bij een hoge inflatie, voldoende seigniorage-inkomsten te genereren om haar solvabiliteit te bepalen (Del Negro en Sims, 2015).

(3) Zie onder meer Del Negro en Sims (2015) en Reis (2015) voor grondiger analyses van het economisch nettovermogen (vergeleken met het boekhoudkundig eigen vermogen) van een centrale bank en van haar solvabiliteit.

verloop van het eigen vermogen van de centrale bank om een of andere reden onhoudbaar wordt geacht, zou dat het vertrouwen in het door haar uitgegeven geld op lange termijn ernstig kunnen schaden, wat zou kunnen leiden tot een hyperinflatiespiraal, waarin de burgers geen waarde meer hechten aan het nieuwe geïnjecteerde geld. Vanzelfsprekend zou een dergelijke spiraal elke nieuwe monetaire impuls, maar ook iedere andere in binnenlandse valuta luidende economische stimuleringsmaatregel inefficiënt maken. Dit algemene argument tegen helikoptergeld effent de weg voor verschillende beschouwingen in verband met de centralebankbalans die buiten het bestek van dit artikel vallen. Dat gezegd zijnde, worden hieronder enkele specifieke overwegingen geformuleerd die in dat verband toch bijzonder relevant lijken:

- (i) de mate waarin de overheid uiteindelijk het prijsstabiliteitsmandaat van de centrale bank zal ondersteunen (bijvoorbeeld door de centrale bank toe te staan tijdens bepaalde periodes geen positieve dividenden uit te keren of door te beloven haar eventueel, dat wil zeggen in de meer extreme gevallen, te herkapitaliseren), is van cruciaal belang om te bepalen in hoeverre/hoe snel de centrale bank kan worden gedwongen een hogere inflatie te dulden dan ze anders zou wensen⁽²⁾. Coördinatie tussen de centrale bank en de overheid bij de tenuitvoerlegging van een (aanzienlijke) verhoging van de geldbasis is dus fundamenteel om te voorkomen dat een scenario ontstaat waarin een insolvalbele centrale bank verstrikt raakt in een 'hyperinflatoir Ponzi-schema', dat is een situatie waarin ze nieuwe verplichtingen (namelijk extra basisgeld) creëert om de interesten op de bestaande passiva te betalen omdat de seigniorage-inkomsten slechts een deel van de kosten dekken die verbonden zijn aan die reeds bestaande verplichtingen⁽³⁾;
- (ii) de aanvankelijke samenstelling van de balans van een centrale bank kan ook belangrijk zijn wanneer haar (gepercipieerde) capaciteit wordt beoordeeld om het hoofd te bieden aan een permanente verhoging van de geldbasis zonder haar inflatiedoelstelling te veronachtzamen. Met name economieën met een van meet af aan goed gekapitaliseerde centrale bank zijn wellicht betere kandidaten voor een stimulering via helikoptergeld.
- (iii) omdat hyperinflatie (of verwachtingen daaromtrent die uiteindelijk zelfvervullend zouden kunnen zijn, zie ook Del Negro en Sims (2015)) ook meer specifiek zou kunnen ontstaan omdat de burgers ervan overtuigd zijn dat op de gematigde monetaire financiering die wordt veroorzaakt door helikoptergeld, in de toekomst een buitensporige monetaire financiering zal

volgen (bijvoorbeeld omdat er twijfels rijzen over de onafhankelijkheid van de centrale bank), is ook een passende communicatie en goede coördinatie bij de toepassing van helikoptergeld van essentieel belang. Al met al houdt helikoptergeld immers 'de uitdaging in om de nodige coördinatie te bewerkstelligen tussen de begrotingsautoriteiten en de monetair-beleidsmakers, zonder de onafhankelijkheid van de centrale bank of de begrotingsdiscipline op lange termijn in het gedrang te brengen' (vrije vertaling van Bernanke, 2016).

Conclusie

Terwijl helikoptergeld vaak wordt beschouwd als een middel om kosteloos een begrotingsexpansie tot stand te brengen, blijkt uit een diepgaande analyse aan de hand van de balans van de geconsolideerde overheidssector dat helikoptergeld uiteindelijk sterk gelijkt op de uitgifte van korte-termijn overheidseffecten om de lopende overheidsuitgaven te financieren. Bijgevolg is helikoptergeld, zoals onder meer Borio *et al.* (2016) beklemtonen, helemaal niet gratis. Het lijkt echter dat helikoptergeld doelmatiger zou kunnen zijn dan de conventionele schuldgefinancierde begrotingsstimulans, indien de centrale bank een

versnelling van de inflatie laat gedijen wanneer de positieve effecten van het herstel volop tot uiting komen. Dat is ook de essentie van de analyse die Reis maakt van de mystiek rond de balans van de centrale bank (Reis, 2013). Hoewel een dergelijke versnelling van de inflatie ook in het scenario van de conventionele begrotingsstimulans kan worden getolereerd, zou ze makkelijker uit te voeren en door het grote publiek te begrijpen zijn in het scenario van helikoptergeld, waarin de centrale bank nauw betrokken is bij de begrotingsimpuls en het helikoptergeld dus dient als middel om een engagement te tonen. Al met al zou helikoptergeld, om ten volle efficiënt te zijn, ongetwijfeld een solide coördinatie tussen de centrale bank en de overheid vergen, alsook een passende communicatie. Tegelijk zouden een degelijke coördinatie en een goede communicatie essentiële voorwaarden zijn om de economie te beschermen tegen het eventuele gevaar voor het ontstaan van een explosieve (verwachte) inflatoire spiraal bij de aanwending van helikoptergeld. In dat verband lijkt een stevig initieel eigen vermogen van de centrale bank ook van fundamenteel belang. Hoewel een dergelijke analyse het bestek van dit artikel te buiten gaat, zij erop gewezen dat helikoptergeld in het eurogebied vragen kan oproepen over de verenigbaarheid ervan met het juridische kader van het ESCB, in het bijzonder wat het verbod op monetaire financiering betreft.

Bibliografie

- Bernanke B. (2002), *Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here*, speech before National Economists Club, 21 November.
- Bernanke B. (2003), *Some Thoughts on Monetary Policy in Japan*, speech before Japan Society of Monetary Economics, 31 May.
- Bernanke B. (2016), 'What Tools Does the Fed Have Left? Part 3: Helicopter Money', *Brookings Institution*, Ben Bernanke's blog, 11 April, <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/04/11-helicopter-money>.
- Boeckx J. en M. Deroose (2016), 'Monetair en begrotingsbeleid in het eurogebied: onafhankelijk maar toch verbonden', *NBB, Economisch Tijdschrift*, september, 7-26.
- Boeckx J. en S. Ide (2012), 'Wat het beroep op de depositofaciliteit ons kan vertellen en wat niet', *NBB, Economisch Tijdschrift*, juni, 31-38.
- Borio C., P. Disyatat en A. Zabai (2016), 'Helicopter money: The illusion of a free lunch', 24 May, VOX CEPR's Policy Portal, <http://voxeu.org/article/helicopter-money-illusion-free-lunch>.
- Brehon D., G. Saravelos en R. Winkler (2016), *Helicopters 101: your guide to monetary financing*, Deutsche Bank Research, 14 April.
- Buiter W. (2014), 'The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It works – Always', *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, 8, 1-51.
- Campbell, J.R., C.L. Evans, D. Fisher en A. Justiniano (2012), 'Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance', *Brookings Papers on Economic Activity Spring*, 1-54.
- Cecchetti S. en K. Schoenholtz (2016), 'A primer on helicopter money', 19 August, VOX CEPR's Policy Portal, <http://voxeu.org/article/primer-helicopter-money>.
- Christiano L., M. Eichenbaum en S. Rebelo (2009), *When is the government spending multiplier large?*, NBER, Working Paper 15394.
- Cohen-Setton J. (2015), *Permanent QE and helicopter money*, January, Bruegel, <http://bruegel.org/2015/01/permanent-qe-and-helicopter-money/>.
- Cordemans N. en S. Ide (2014), 'Normalisering van het monetair beleid: vooruitzichten en verschillen', *NBB, Economisch Tijdschrift*, december, 31-55.
- Cordemans N., M. Deroose, M. Kasongo Kashama en A. Stevens (2016), 'Het abc van de kwantitatieve versoepeling of een inleiding over de aankopen van activa door centrale banken', *NBB, Economisch Tijdschrift*, juni, 31-45.
- Del Negro M. en C. Sims (2015), 'When Does a Central Bank's Balance Sheet Require Fiscal Support?', *Journal of Monetary Economics*, vol. 73(C), 1-19.
- DeLong B. J. en L. H. Summers (2012), 'Fiscal Policy in a Depressed Economy', *Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution*, vol. 44(1), 233-297.
- Dotsey M. (2010), 'Monetary Policy in a Liquidity Trap', *Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review*, 9-15.
- Friedman M. (2006) [1969], *The Optimum Quantity of Money: And Other Essays*, New Jersey: Transaction Publishers.

- Galí J. (2014), *The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus*, CEPR Discussion Paper 10165.
- Krugman P. (1998), 'It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap', *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 137-205.
- Melyn, W., R. Schoonackers, P. Stinglhamber en L. Van Meensel (2016), 'Moeten de overheidsinvesteringen worden gestimuleerd?' NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 105-121.
- Reis R. (2013), 'The Mystique Surrounding the Central Bank's Balance Sheet, Applied to the European Crisis', *American Economic Review*, vol. 103(3), 135-40.
- Reis R. (2015), *Different Types of Central Bank Insolvency and the Central Role of Seignorage*, NBER, Working Paper 21226.
- Stella P. (2016), 'Helicopter Money without Helicopter and without Central Banks', August, Stellar Consulting LLC, http://stellarconsultllc.com/blog/wp-content/uploads/2016/08/Helicopter-Money-without-Helicopters-and-without-Central-Banks_August-2016.pdf.
- Svensson L. (2003), *Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others*, NBER, Working Papers 10195.
- Turner A. (2015), *The Case for Monetary Finance – An Essentially Political Issue*, IMF's 16th Jacques Polak Annual Research Conference, November.
- Woodford M. (2012), 'Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound', *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City*, 185-288.

De sociaaleconomische transitie op de arbeidsmarkten: een Europese benchmarking-oefening

Y. Saks^(*)

Inleiding

Een van de kenmerken van de grote economische en financiële crisis was de zeer uiteenlopende impact die ze in de EU-landen had op het niveau van de werkloosheidsgraad. Waaraan is de stijging van de werkloosheidsgraad te wijten? Gaat het om een toename van het banenverlies en dus om een vermeerdering van het aantal nieuwe werklozen of om een verslechtering van de vooruitzichten voor degenen die reeds werkzoekend zijn en dat langer blijven?

In deze bijdrage worden de werknemersstromen onderzocht teneinde een beter inzicht te verwerven in de dynamiek van de werkloosheidsgraad en in de verschillen die deze dynamiek van land tot land kan vertonen.

De transitie op de arbeidsmarkt worden gekwantificeerd aan de hand van de individuele gegevens van geharmoniseerde enquêtes naar arbeidskrachten. Die bron heeft het voordeel dat ze niet wordt beïnvloed door de nationale sociale regelgevingen en evenmin door de administratieve aanpak van werkloosheid en werkgelegenheid die van land tot land kan verschillen.

De werknemersstromen worden gedurende de periode 1998-2014 bestudeerd voor zeven landen: België, Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Spanje, het Verenigd

Koninkrijk en Zweden, die symbool staan voor de Europese sociale modellen.

Het artikel is als volgt opgebouwd. In het eerste hoofdstuk wordt ingegaan op de werkgelegenheidsdynamiek van de 25-49-jarigen, namelijk de leeftijdsgroep met de hoogste arbeidsmarktparticipatie. In het tweede hoofdstuk wordt de transitie van werkgelegenheid naar werkloosheid en de uitstroom uit de werkloosheid naar werk belicht aan de hand van voor elk van de landen geschatte multivariate modellen. De conclusie, ten slotte, bevat de voornaamste resultaten.

1. Werkloosheidsgraad en dynamiek van de arbeidsmarkt

Hoe vallen de schommelingen van de werkloosheidsgraad in een land te verklaren? Het aantal werklozen in een economie daalt nooit tot nul vermits ondernemingen voortdurend projecten opzetten waarmee ze nieuwe banen kunnen aanbieden en werklozen hebben overigens tijd nodig om een baan te vinden die beantwoordt aan hun vaardigheden. Aan beide zijden van de markt is de informatie over de mogelijkheden niet onmiddellijk of volledig beschikbaar, wat zich uit in frictionele werkloosheid.

Op een inkrimping van de bedrijvigheid volgt een verslechtering van de arbeidsmarktsituatie. Worden ondernemingen bijvoorbeeld geconfronteerd met een vraagschok, dan moeten ze hun productieschema en hun kosten aanpassen. Wat hun personeel betreft, kan zich dat vertalen

^(*) De auteur bedankt Eurostat voor het ter beschikking stellen van de microgegevens van de enquête naar de arbeidskrachten, zo ook Anja Termote van de Algemene Directie Statistiek (België).

in een daling van het aantal gewerkte uren, in het niet-verlengen van uitzendovereenkomsten en arbeidsovereenkomsten voor bepaalde duur, of zelfs in ontslagen. De aanpassing gebeurt vrijwel uitsluitend in termen van hoeveelheden en niet van prijzen, want de individuele lonen zijn bijzonder rigide⁽¹⁾. Bij belangrijke schokken kan zich op macro-economisch niveau een aanpassing van de lonen aftekenen, maar dat kan voornamelijk worden toegeschreven aan de loonvoorwaarden van de nieuwe overeenkomsten (Orsini, 2014).

We willen de dynamiek van de werkloosheidsgraad illustreren voor diverse Europese landen die symbool staan voor de Europese sociale modellen. De typologie van Esping-Andersen (1999) wordt het vaakst gehanteerd. Daarin worden vier manieren onderscheiden waarop de sociale bescherming is geregeld. Het continentaal model (Duitsland, België, Frankrijk, enz.) gaat uit van de verzekering van de werknemers op basis van prestaties, vooral gefinancierd door middel van sociale bijdragen. De sociale partners spelen een belangrijke rol bij het beheer van de sociale zekerheid, in het bijzonder omdat de gesloten collectieve arbeidsovereenkomsten een algemene draagwijdte hebben. In het noords model is het peil van de sociale uitgaven hoog en de sociale zekerheid in principe universeel. De rol van de sociale partners is essentieel, gezien het belang van de conventionele bronnen in het arbeidsrecht en het paritair beheer van de werkloosheidsverzekering. De noordse samenleving is vrij egalitair en de spreiding van de lonen veeleer gering. Het actief arbeidsmarktbeleid is er sterk ontwikkeld. In het Angelsaksisch model (Verenigd Koninkrijk, Ierland) ligt het accent op de bescherming van de meest behoeftigen. De spreiding van de lonen is er relatief hoog. In het mediterrane model (Spanje, Italië, Portugal, enz.) ligt de focus van de sociale uitgaven op het pensioenstelsel. De arbeidsovereenkomsten voor onbepaalde duur worden er in hoge mate beschermd en de diverse bedrijfstakken vallen eveneens onder collectieve arbeidsovereenkomsten. De informele economie is er daarentegen ook vrij uitgebreid.

Het betreft slechts een typologie. Elke groep heeft specifieke nationale kenmerken. Ten slotte dienden de noordse landen vanaf de jaren negentig en de andere landen vanaf 2000 hun socialezekerheidsstelsels grondig aan te passen, met name omdat de economieën meer open zijn dan in het verleden, de gezinsstructuren veranderen en

de vergrijzing op de sociale rekeningen weegt. Hoewel sommigen het momenteel hebben over een 'hybridisatie' van de Europese sociale stelsels (Palier, 2011), blijft de oorspronkelijke typologie nuttig.

Een inkrimping van de bedrijvigheid werkt op twee manieren door in het niveau van de werkloosheid. Enerzijds stijgt het aantal nieuwe werklozen als gevolg van het verlies aan banen. Anderzijds creëren de ondernemingen minder banen, terwijl ook de beroepsmobiliteit afneemt: ontslagen en het veranderen van werkgever komen in een verslechterd conjunctuurklimaat minder vaak voor. Dat uit zich in een vermindering van de werkgelegenheidskansen voor werkzoekenden en, derhalve, in langere periodes van werkloosheid. De toename van de werkloosheidsgraad is het resultaat van die beide processen: het aantal nieuwe werklozen neemt toe, terwijl de uitstroom uit de werkloosheid afneemt⁽²⁾.

Er bestaan tal van empirische studies over de graad van instroom in en uitstroom uit de werkloosheid. De meeste zijn gebaseerd op Amerikaanse gegevens. We spitsen ons toe op twee dimensies van het cyclische gedrag. In de eerste plaats: hoe zijn de graad van banenverlies en die van toegang tot de werkgelegenheid gecorreleerd met de conjunctuurcyclus? Ten tweede: in welke mate dragen de bewegingen van die twee graden bij aan de totale variabiliteit van de werkloosheid? Het kennen van de bijdragen en de fasering in de tijd maakt een beter begrip van het verschijnsel mogelijk.

De Amerikaanse studies zijn verre van eensluidend. Volgens het overzicht van de literatuur van Yashiv (2007) staan sommige feiten evenwel vast. De graad van toetreding tot de werkgelegenheid is procyclisch, terwijl de graad van banenverlies (de overgang van werkgelegenheid naar werkloosheid) contracyclisch zou zijn. Wat de bijdragen van de beide graden tot de toename van de werkloosheid betreft, was de traditionele zienswijze dat de wijzigingen inzake banenvernietiging de stuwende kracht waren en dat men dus inzicht diende te verwerven in de pieken ter zake en in de volatiliteit ervan. Hall (2005) en Shimer (2012) kwamen echter tot een andere bevinding: de banenvernietiging in de Verenigde Staten zou relatief acyclisch zijn en bijgevolg zou de stijging van de werkloosheid in een laagconjunctuur vooral toe te schrijven zijn aan de grotere moeilijkheden die werklozen ondervinden om een baan te vinden.

Wat de discussie in de Amerikaanse studies duidelijk aantoonde, is het belang van de gegevens en de hypothesen die worden gehanteerd om tot gestileerde feiten te komen. Hier wordt gebruik gemaakt van door de diverse statistische instituten van de lidstaten verzamelde

(1) Voor een empirisch overzicht, zie Dickens *et al.* (2007) alsook de bijwerkingen van die werkzaamheden in het kader van het Wage Dynamics Network van het Europees Stelsel van Centrale Banken.

(2) Bovendien kan bij een verslechtering van het economisch klimaat soms een stijging van de activiteitsgraad worden opgetekend: die onzekerder context kan de niet-werkende partner doen besluiten aan de arbeidsmarkt deel te nemen teneinde het inkomensverlies van het huishouden te compenseren. In het licht van de algemene toename van de participatie van vrouwen aan de arbeidsmarkt, is dat 'added worker effect' minder belangrijk dan voorheen.

enquêtegegevens die op Europees niveau werden geharmoniseerd, namelijk de enquêtes naar de arbeidskrachten (EU Labour Force Survey). Die bron verstrekt de langste tijdreeksen die voor het bestuderen van de arbeidsmarkt ook het best vergelijkbaar zijn tussen de landen onderling.

De relatie tussen de werkloosheidsgraad en de uitstroom naar werk (f , voor *job finding rate*) en het banenverlies (s , voor *job separation rate*) kan gemakkelijk worden vastgesteld indien wordt uitgegaan van een bepaalde beroepsbevolking L en een stationaire toestand, m.a.w. dat het aantal werklozen U in de loop van de jaren constant blijft. Bij evenwicht is de instroom van werklozen gelijk aan de uitstroom. Aangezien de beroepsbevolking gegeven is, is hier sprake van twee situaties: werkgelegenheid en werkloosheid.

Op grond van die hypothesen verkrijgen we:

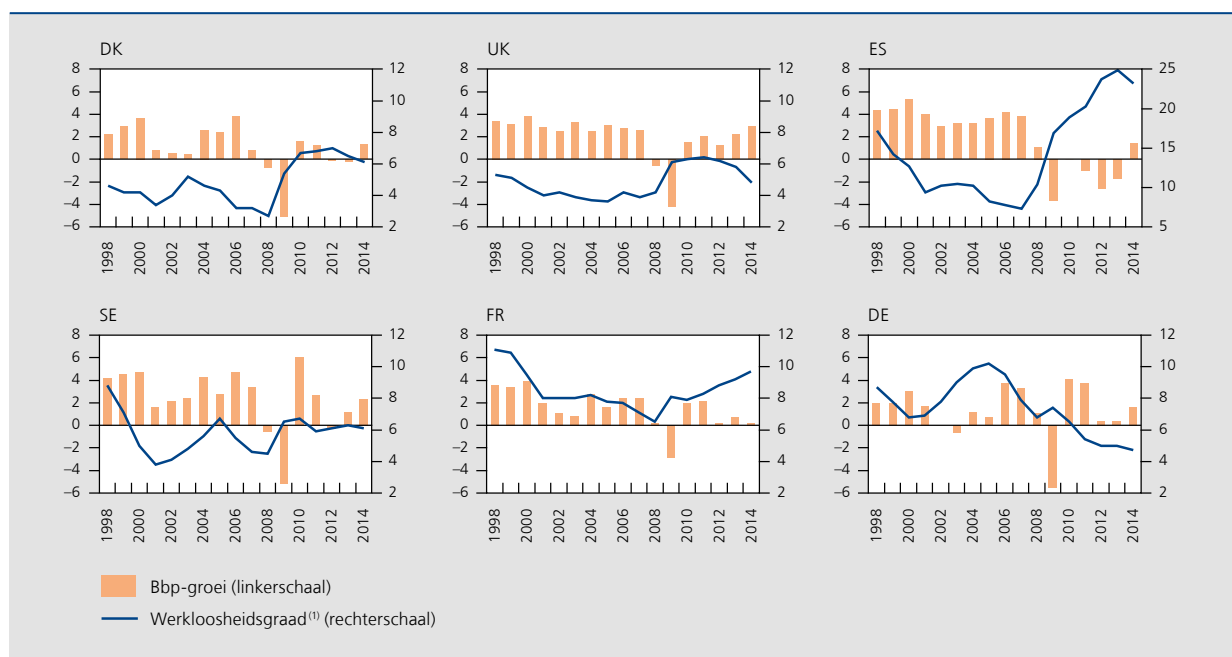
$f U = s(L-U)$ en bijgevolg is de evenwichtswerkloosheidsgraad U/L gelijk aan $s/(s+f)$. Met andere woorden, er bestaat een eenduidige relatie tussen de graad van stationaire werkloosheid en de graad van banenverlies, enerzijds, en de graad van uitstroom naar werk, anderzijds. Die dynamische relatie ligt ten grondslag aan de modellering in termen van stromen op de arbeidsmarkt. In de macro-economische modellen is er meestal een homogene graad

van banenverlies s en van uitstroom naar werk f , wat overeenstemt met het gemiddelde van die grootheden in de economie en over de beschouwde periode.

Uiteraard is arbeid in werkelijkheid een duidelijk heterogene factor en zowel de werkloosheidsgraad als de transities zijn zeer verschillend naargelang van de kenmerken van de werknemers (bv. hun scholingsniveau, leeftijd of geslacht) en de werkgevers (bv. de bedrijfstak of de grootte van de onderneming). Dankzij de microgegevens kunnen die diverse graden gedetailleerder worden gemeten.

Er zij opgemerkt dat in de relatie $f U = s(L-U)$ geen rekening wordt gehouden met inactiviteit. We hebben hier te maken met een gegeven beroepsbevolking en we gaan niet in op de toetredingen tot of de herintredingen op de arbeidsmarkt, bijvoorbeeld jongeren die hun studies hebben afgemaakt en zich voor het eerst bij een werkgever aanmelden, of nog de uitstroom uit de beroepsbevolking, vooral bij de overgang van werk naar pensioen. Er zijn ten minste twee goede redenen om die transities apart te behandelen. In de eerste plaats zouden de cyclische eigenschappen van de transities tussen werkgelegenheid en inactiviteit zeer sterk kunnen verschillen van die waaraan hier aandacht wordt besteed, namelijk de transities tussen werkgelegenheid en werkloosheid. Ten tweede werd overvloedig gebruik gemaakt van de pensionering en van

GRAFIEK 1 WERKLOOSHEID EN BEDRIJFVIGHEID IN DIVERSE EUROPESE LANDEN
(in %)



Bron: EC.

(1) Werkloosheidsgraad van de 25-49-jarigen.

de vervroegde-uitredingsregelingen als discretionaire beleidsmaatregelen met betrekking tot de arbeidsmarkt, zodat het profiel van die transitie nauw verbonden is met die beleidskeuzen, die niet enkel varieerden in de tijd, maar ook tussen de landen onderling. De demografische structuren, de begrotingscontext, de gulheid van de pensioenstelsels en van de vervroegde-uitredingsregelingen of de mate van flexibiliteit van de arbeidsmarkt zijn evenzoveel parameters die verklaren waarom het beroep op die maatregelen zo sterk verschillend is naargelang van het land of de periode.

Teneinde bij de aanwending van de gegevens in lijn te blijven met het theoretisch model inzake stromen op de arbeidsmarkt, worden in deze paragraaf de werkloosheids- en transitiegraden vergeleken voor de leeftijdsgroep van 25 tot 49 jaar. In die groep is de participatiegraad maximaal en verandert hij weinig, zodat de hypothese van een constante beroepsbevolking de realiteit goed benadert.

De arbeidsmarkt reageert op de schommelingen van de economische bedrijvigheid. Wat de zes beschouwde landen betreft, toont Grafiek 1 belangrijke verschillen aan, hoewel het om economieën gaat die zowel geografisch als inzake ontwikkeling en structuur vrij nauw bij elkaar aansluiten. Gedurende de onderzochte periode worden twee conjunctuurfases onderscheiden: de conjunctuurvertraging van de jaren 2001-2003 en, vooral, de economische en financiële crisis van 2008-2009. De historische context mag niet uit het oog worden verloren: er moet tevens worden gerefereerd aan de situatie die vlak vóór de bestudeerde periode in deze landen heerste.

Duitsland zag zijn werkloosheidsgraad tijdens de economische en financiële crisis van 2008 slechts in geringe mate stijgen, terwijl de bedrijvigheid er scherp terugliep als gevolg van het gewicht van de uitvoer. De werkloosheid bleef er vervolgens gestaag afnemen. Die goede resultaten van de arbeidsmarkt tijdens de afgelopen periode zetten sommigen ertoe aan te verwijzen naar een 'Duits model'⁽¹⁾. Wordt de hele periode beschouwd, dan krijgt men evenwel een meer genuanceerd beeld: voor de tien jaar tussen 1995 en 2005 zouden de resultaten slechts middelmatig zijn geweest en zou de arbeidsmarkt verslechterd zijn. In 1990 werd Duitsland herenigd. Die hereniging diende te worden gefinancierd teneinde de voorwaarden te scheppen voor een economische convergentie van het voormalige Oost-Duitsland, waarvan het productieapparaat verouderd was. Dat leidde ook tot een aantal verstoringen op de arbeidsmarkt omdat het

loonpeil (en de productiviteit) in Oost-Duitsland veel lager lag(en). Het effect van de hereniging heeft zich voortgezet en sorteerde eveneens een effect op de handelspartners aangezien Duitsland zich in sterkere mate toespitste op zijn binnenlandse markt. De hereniging (en vervolgens de trage groei) zorgde ook voor een periode van sterke loonmatiging die tot in 2013 bleef duren.

Ook de noordse landen ondergingen aanzienlijke aanpassingen. In de jaren zeventig en tachtig kregen Zweden en Denemarken af te rekenen met inflatoire druk, waardoor ze verplicht werden hun valuta's te devalueren teneinde hun concurrentievermogen te vrijwaren. Omstreeks medio jaren negentig werd een economische en bancaire crisis (met het uiteenspatten van een vastgoedzeepbel) des te scherper daar zich macro-economische onevenwichtigheden hadden geaccumuleerd. In Zweden, ten slotte, was de dynamiek van de werkgelegenheid in de jaren tachtig in hoge mate toe te schrijven aan de groei van de overheidssector. Die ernstige crisis, vooral in Zweden, resulteerde in een toename van de werkloosheid. Het 'Scandinavische model', bekend vanwege zijn universeel karakter (weinig voorwaarden om toegang te krijgen tot de werkloosheidsverzekering en de sociale zekerheid in het algemeen) en vanwege de gulheid van de vervangingsinkomens, impliceert ook de verbintenis van de burgers om zich aan de structurele hervormingen aan te passen. Vanaf de jaren zeventig werkte zowel Zweden als Denemarken actieve beleidsmaatregelen uit inzake een terugkeer naar werk. Aanvankelijk werd de klemtoon gelegd op het aanbod van opleidingen, de beroepsheroriëntering en de begeleiding. Bij de crisis van medio jaren negentig gingen de aan dat stelsel verbonden kosten aanzienlijk omhoog. Hervormingen werden dringend gewenst en met name het universeel karakter en de gulheid van de werkloosheidsverzekering moest worden afgebouwd. In Zweden bestaat de werkloosheidsverzekering op dit ogenblik uit een basisverzekering – die overeenkomt met een forfaitair vervangingsinkomen – en een gewone verzekering – die op vrijwillige basis kan worden afgesloten en waarbij de uitkering in verhouding staat tot het inkomen. De basisverzekering is bestemd voor degenen die niet aangesloten zijn bij een verzekeringsfonds of die niet voldoen aan de voorwaarden om gewone uitkeringen te genieten. Het betreft een minimumwaarborg dankzij welke het universeel karakter kan behouden blijven, zij het met verminderde uitkeringen.

In Denemarken was het verloop vrij vergelijkbaar. Het stelsel van 'flexicurity' leunt er aan bij dat van de andere noordse landen, maar het bijzondere zit hem in de geringe bescherming van de werkgelegenheid. Door de degelijke vervangingsinkomens en de korte werkloosheidsperiodes, met name dankzij een actief beleid, worden veeleer de

(1) Zie Dustmann C. *et al.* (2014).

beroepstrajecten beschermd dan een specifieke situatie of arbeidsovereenkomst.

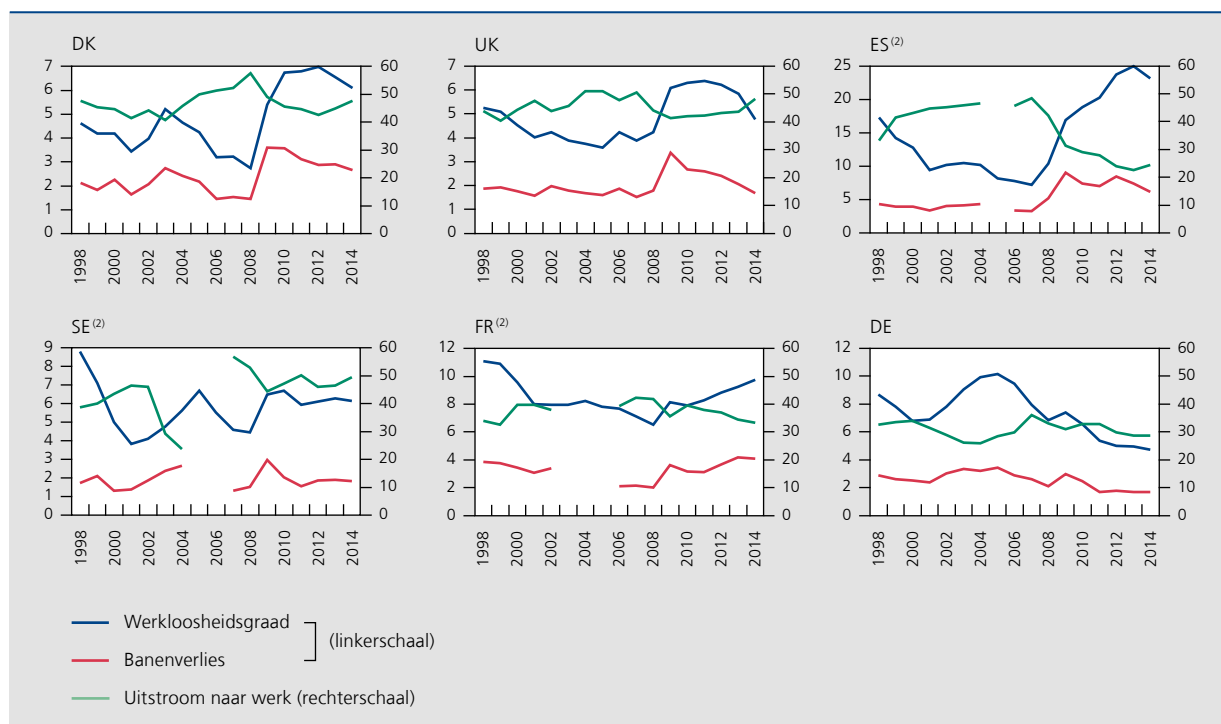
Kortom, zowel in Duitsland als in de noordse landen hebben de belangrijke schokken van de jaren tachtig en negentig kansen gecreëerd om de werking van de arbeidsmarkt grondig te hervormen.

In Spanje is de situatie volkomen anders. Tijdens de jaren tachtig en negentig maakte dat land een inhaalbeweging, maar de arbeidsintensiteit van de groei bleef gering. In de loop van de jaren negentig werd een grootschalige hervorming ten uitvoer gelegd die het sluiten van arbeidsovereenkomsten voor bepaalde duur liberaliseerde, maar tegelijkertijd de wetgeving inzake regeling van arbeidsovereenkomsten voor onbepaalde duur grotendeels ongewijzigd liet. Het asymmetrisch karakter ervan droeg ertoe bij dat de wet werd goedgekeurd. Als gevolg van de economische expansie, in het bijzonder van de zeer dynamische groei in de bouwrijverheid en de dienstensector, werden honderdduizenden nieuwe banen gecreëerd, vooral in de vorm van tijdelijke arbeidsovereenkomsten. In Spanje liep de werkloosheidsgraad tot 2007 vrijwel ononderbroken terug. De ommekeer was compleet op

het ogenblik van de economische en financiële crisis. Deze laatste toonde dus aan dat het dualisme op de Spaanse arbeidsmarkt diende te worden afgebouwd. De wetgeving ter bescherming van de werkgelegenheid werd in 2012 grondig herzien, meer bepaald door de gronden voor ontslag om economische redenen te herdefiniëren. Daardoor kunnen ondernemingen die gedwongen worden werknemers met een vaste arbeidsovereenkomst te ontslaan, zulks doen met, inzake termijnen en kosten, meer zekerheid dan voorheen. Tevens werd, enkel voor ondernemingen die minder dan 50 werknemers in dienst hebben, een nieuw type arbeidsovereenkomst voor onbepaalde duur gecreëerd. Die overeenkomst behelst een proefperiode van een jaar. Meer algemeen werd met de hervorming van 2012 een soepeler stelsel van collectieve onderhandelingen beoogd, met name door het strikter beperken van de toepassingsduur van de collectieve arbeidsovereenkomsten (OESO, 2013). Die regelgevende wijzigingen beïnvloedden amper de toegelichte resultaten aangezien onze waarnemingen afgesloten werden in 2014.

Grafiek 2 toont de werkloosheidsgraad, de uitstroom naar werk en het banenverlies. Zo kan worden uitgemaakt

GRAFIEK 2 DYNAMIEK VAN DE ARBEIDSMARKT ⁽¹⁾ IN VERSCHIEDENE EUROPESE LANDEN
(in %)



Bron: EC.

(1) Voor 25-49-jarigen.

(2) Voor deze drie landen ontbreekt het statuut op de arbeidsmarkt van een jaar voordien voor bepaalde jaren, zodat de transities niet kunnen berekend worden.

TABEL 1 BANENVERLIES, UITSTROOM NAAR WERK, WERKLOOSHEIDSGRAAD⁽¹⁾
(1998-2014)

	Correlatiecoëfficiënt met de werkloosheidsgraad		Werkloosheidsgraad (in %)	
	Banenverlies	Uitstroom naar werk	Gemiddelde	Standaardafwijking
Denemarken	0,884	-0,505	4,8	1,4
Zweden	0,298	-0,188	5,8	1,2
Verenigd Koninkrijk	0,825	-0,762	4,8	1,0
Frankrijk	0,785	-0,829	8,5	1,2
Spanje	0,801	-0,981	14,5	6,0
Duitsland	0,937	-0,247	7,4	1,7
België	0,514	-0,143	7,1	0,8

Bronnen: ADS, EC.

(1) Voor 25- tot 49-jarigen.

welke component de stuwende kracht is geweest achter het werkloosheidsverloop. Zoals gezegd, loopt de variabiliteit van de werkloosheidsgraad sterk uiteen van land tot land. Over de volledige beschouwde periode 1998-2014 is de variabiliteit veruit het grootst in Spanje en, in mindere mate, in Duitsland en Denemarken.

De hier voorgestelde reeksen zijn onafhankelijk van elkaar tot stand gekomen. In de literatuur wordt vaak gebruik gemaakt van de (waargenomen) reeks voor de werkloosheidsgraad om een reeks te construeren voor de nieuwe werklozen en er, tot slot, de derde reeks (uitstroom naar werk) uit af te leiden aan de hand van de formule van de stationaire werkloosheidsgraad. In de hier gehanteerde structuur wordt geen verband gelegd tussen de drie reeksen.

In alle voorgestelde landen verklaart het banenverlies (de 'ins') in zeer hoge mate het verloop van de werkloosheidsgraad. Ook de toegang tot, of de terugkeer naar werk (de 'outs') speelt in alle landen een zeer belangrijke rol, maar enkel in Frankrijk en in Spanje is dit de motor achter de cyclus van de werkloosheidsgraad (cf. Tabel 1 voor de beschrijvende statistieken). In deze twee landen is de stijging van de werkloosheid vooral toe te schrijven aan een zwakkere uitstroom naar werk en niet alleen aan het toegenomen banenverlies.

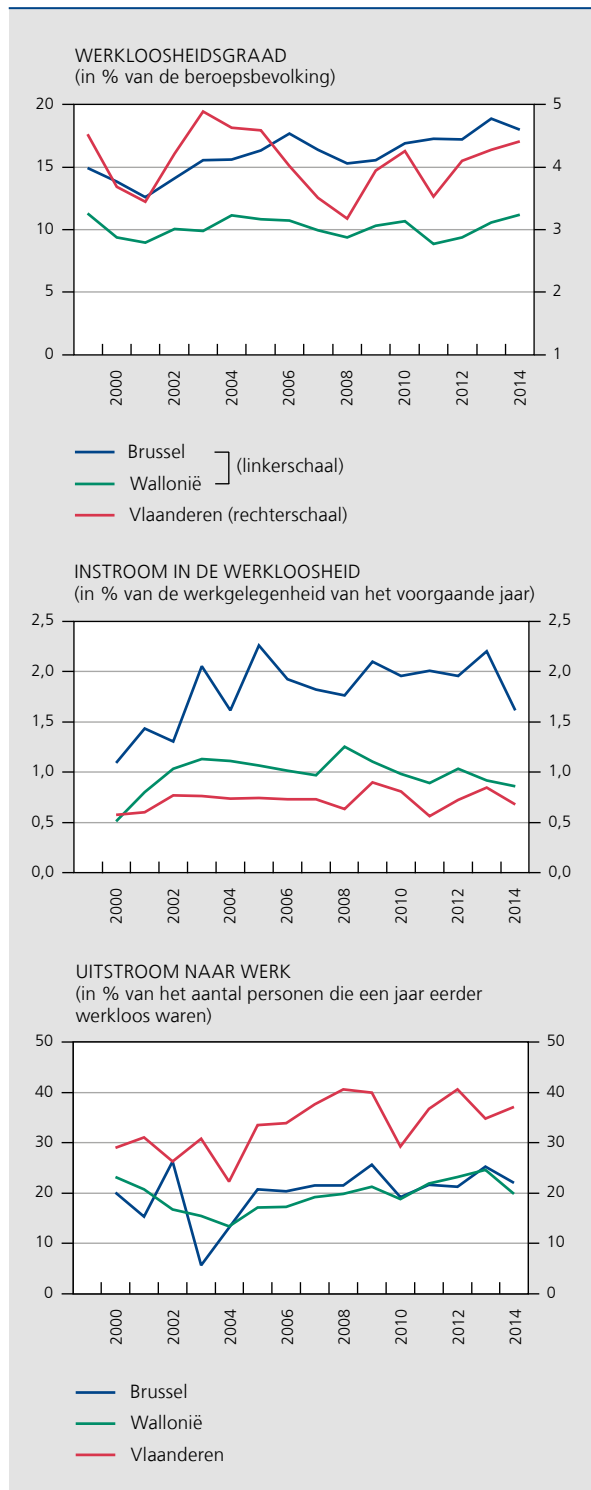
Voor België worden de cijfers per gewest voorgesteld. Hoewel in de drie gewesten van deze kleine open economie het arbeidsrecht, de werkloosheidsverzekering, de collectieve loononderhandelingen en het institutioneel kader gemeenschappelijk zijn, loopt de werkloosheidsgraad in de meest actieve leeftijdsgroep zeer sterk uiteen van

het ene gewest tot het andere. Terwijl de werkloosheidsgraad in Vlaanderen rond 4% schommelt en aanzienlijk varieert afhankelijk van de conjunctuur, bedraagt hij in Wallonië 10% voor de volwassenen op arbeidsleeftijd. In het Brussels Gewest ligt de werkloosheidsgraad nog hoger, namelijk gemiddeld 16% tijdens de beschouwde periode, en wordt er blijkbaar een stijgend trendmatig verloop opgetekend.

De instroom in de werkloosheid wordt berekend op basis van het aantal personen dat sinds minder dan drie maanden werkloos is en vóór die periode een baan had. Op die manier worden herintreders zoals vrouwen en meer in het algemeen iedereen die vroeger inactief was, buiten beschouwing gelaten. Deze gemiddelden op jaarbasis worden getoetst aan de overeenstemmende werkgelegenheid van het voorgaande jaar. Zo wordt een maatstaf berekend voor de kans dat iemand die aan het werk is, zijn baan kwijtraakt en werkloos wordt.

De instroom in de werkloosheid, met andere woorden de mate waarin banen verloren gaan, is volatieler dan de werkloosheid zelf. Tijdens de meest recente conjunctuurperiode, namelijk de economische en financiële crisis van 2008 en de daaropvolgende overheidsschuldencrisis, ging het banenverlies in Wallonië vanaf 2008 sterk in de hoogte, terwijl die ontwikkeling in Vlaanderen en Brussel pas vanaf 2009 zichtbaar werd. Met de nieuwe toename van de werkloosheidsinstroom in Wallonië vanaf 2012, en in Vlaanderen en Brussel vanaf 2013, was de W-recessie (double dip) op de Belgische arbeidsmarkt een feit. Volgens die maatstaf inzake het risico van banenverlies is het verschil tussen Vlaanderen en Wallonië relatief klein, ook al is dat risico in Vlaanderen systematisch minder

GRAFIEK 3 DYNAMIEK VAN DE ARBEIDSMARKT⁽¹⁾ IN BELGIË, VOLGENS GEWEST



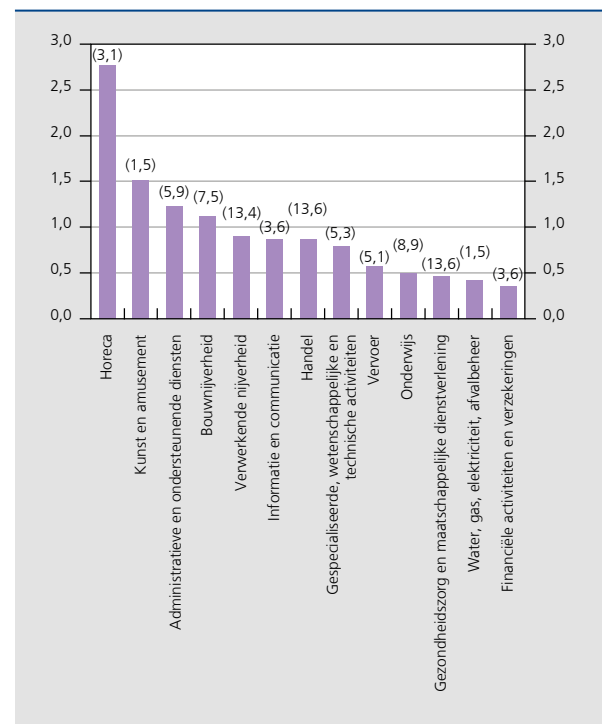
Bron: ADS.
(1) Voor 25-49-jarigen.

groot (gemiddeld 0,7% over de periode 2000-2014, tegen iets minder dan 1% in Wallonië). In het Brussels Gewest is de instroom in de werkloosheid daarentegen

veel groter, namelijk 1,8%. Met andere woorden, de inwoners van het Brussels Gewest vertonen kenmerken en/of zijn aan de slag in bedrijfstakken, ondernemingen en met soorten van arbeidsovereenkomsten die minder werkzekerheid bieden dan die in de andere gewesten. Bovendien wordt tijdens de beschouwde periode een vrij duidelijke stijgende tendens opgetekend, wat erop wijst dat de werkgelegenheid van de Brusselaars de afgelopen vijftien jaar instabieler is geworden.

Ook de uitstroomkans vanuit werkloosheid naar werk, die hier gemeten wordt aan de hand van het aantal werklozen die na een jaar werk hebben gevonden, vertoont zeer grote verschillen. Het procyclisch karakter van de terugkeer naar werk wordt bevestigd, maar aan het begin van de jaren 2000, toen België – net als de andere geavanceerde economieën – een zeer gematigde groei had laten optekenen, die vanaf 2002 zichtbaar werd op de arbeidsmarkt, waren de conjuncturele schommelingen van die uitstroomkans in de drie gewesten sterker dan tijdens de economische en financiële crisis van 2008, toen de bedrijvigheid nochtans sneller en scherper terugliep. Het verschil tussen Brussel en Wallonië inzake de uitstroomkans tijdens de beschouwde periode is relatief klein, terwijl Vlaanderen het duidelijk

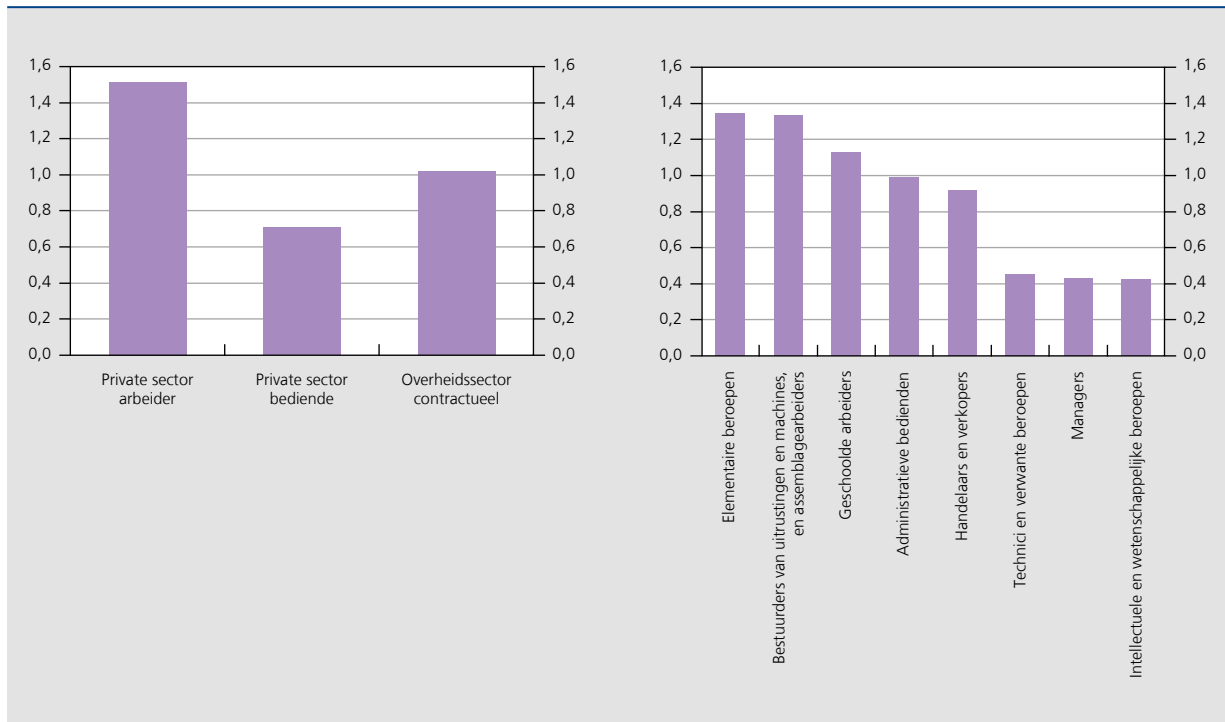
GRAFIEK 4 BANENVERLIES VOLGENS BEDRIJFSTAK⁽¹⁾
(in % van de overeenstemmende werkgelegenheid, 25 tot 49 jaar, België, 2014)



Bron: ADS.
(1) De cijfers tussen haakjes geven het gewicht weer van de bedrijfstak in de totale werkgelegenheid (bezoldigd en zelfstandig).

GRAFIEK 5 BANENVERLIES VOLGENS STATUUT EN BEROEP

(in % van de overeenstemmende werkgelegenheid, 25 tot 49 jaar, België, 2014)



Bron: ADS.

beter doet met een terugkeer naar werk die 50 tot 75 % hoger ligt. Amper 20% van de 25-49-jarige werklozen in Brussel en Wallonië vond tijdens het daaropvolgende jaar een baan, tegen gemiddeld bijna 35% in Vlaanderen gedurende dezelfde periode. Hoewel de transitie in de drie gewesten procyclisch is, is de conjunctuurgevoeligheid in Vlaanderen groter.

Aangezien nieuwe werklozen in de enquête bepaalde gegevens moeten verstrekken over hun vorige job, kan het banenverlies per bedrijfstak worden berekend. Dat gebeurt op een soortgelijke manier als bij de hierboven gebruikte methode, namelijk door een verband te leggen tussen het aantal nieuwe werklozen en de overeenstemmende werkgelegenheid. Zoals verwacht, loopt het banenverlies tussen de bedrijfstakken sterk uiteen. Het is duidelijk het hoogst in de horeca, namelijk 2,8%, terwijl het gemiddelde voor alle bedrijfstakken in de leeftijdsgroep van 25 tot 49 jaar 0,8% belooft. De rest van de bedrijfstakken kan worden uitgesplitst in drie grote groepen: de eerste omvat de bedrijfstak kunst en amusement en vooral de administratieve en ondersteunende diensten, waartoe ook de uitzendkantoren behoren. De tweede groep bestaat uit de bouwnijverheid, de verwerkende nijverheid, de informatica, de handel, de vrije beroepen en het vervoer. In deze groep

is het banenverlies het grootst in de bouwsector, en het kleinst in het vervoer. De laatste groep, ten slotte, omvat onderwijs, gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening, financiële dienstverlening en de bedrijfstak 'nutsvoorzieningen', namelijk collectieve diensten (energie, water, afvalbeheer,...). Deze activiteiten sluiten nauw aan bij die van de overheid en bieden doorgaans een zeer stabiele werkgelegenheid, wat overeenstemt met de resultaten voor 2014. Onder meer de sector van de banken en de verzekeringsondernemingen is recentelijk grondig geherstructureerd, wat deels het geringe banenverlies in dit specifieke jaar verklaart.

Op dezelfde manier kan het banenverlies per statuut en per beroep worden berekend. De regels inzake het ontslag van arbeiders en bedienden zijn sedert 2012 geleidelijk gelijkgeschakeld en sinds 1 januari 2014 geldt een eenheidsstatuut. Samengevat, en vereenvoudigd voorgesteld, werden voor de werkgevers de kosten verbonden aan het ontslag van arbeiders verhoogd, terwijl die voor het ontslag van bedienden werden verlaagd. Uit de gegevens van 2014 blijkt evenwel dat het banenverlies bij arbeiders uit de private sector twee keer zo hoog blijft als bij de bedienden uit de private sector vermits het nieuwe statuut slechts pro rata temporis wordt toegepast voor de oude contracten. Ook bij contractuele werknemers in

de overheidssector ligt het banenverlies aanzienlijk hoger dan bij werknemers uit de private sector.

De uitsplitsing van het banenverlies volgens het uitgeoefende beroep toont eveneens aanzienlijke verschillen. De laagst geschoolde beroepen laten een hoge graad van banenverlies optekenen. Ook bij geschoolde arbeiders, administratieve bedienden, handelaars en verkopers ligt het banenverlies hoger dan gemiddeld, terwijl technici en verwante beroepen⁽¹⁾, managers en beoefenaars van intellectuele, wetenschappelijke en artistieke beroepen veeleer een vaste baan hebben.

2. Determinanten van de toegang tot en het verlies van een baan

Verscheidene auteurs hebben de sociaaleconomische transitie in Europa bestudeerd op basis van enquêtegegevens. Zo maken Erhel en Guergoat-Larivière (2013) gebruik van de statistieken inzake inkomens en levensomstandigheden in de Europese Unie (EU-SILC) om in de drie arbeidsmarktsituaties (werkgelegenheid, werkloosheid, inactiviteit) de bewegingen tussen 2006 en 2007 te schatten. Ze ramen een logitmodel betreffende de transitiekans voor, enerzijds, alle landen samen (met uitzondering van Duitsland) en, anderzijds, per land, door de situaties werkloosheid en inactiviteit samen te voegen tot één categorie 'niet-werkend'. De gunstigste transitie, met andere woorden die naar werkgelegenheid, hangen samen met de persoonskenmerken, onder meer het scholingsniveau, het geslacht, de leeftijd, alsook de gezondheidstoestand en de echtelijke staat. In het bijzonder de laaggeschoolden, de ouderen en de personen met een slechte gezondheid zijn in de ongunstige transitie oververtegenwoordigd. De auteurs wijzen ook op de sterke heterogeniteit tussen de Europese landen. De noordse landen slagen er beter in dan de andere een positieve mobiliteit te bevorderen. Bovendien bestaan er in sommige landen tussen de sociaaleconomische groepen veel grotere verschillen qua mobiliteit.

Ward-Warmedinger en Macchiarelli (2014) schatten de uitstroomkansen op jaarbasis over twee subperiodes: 1998-2003 en 2004-2008. Zij gebruiken de gegevens van de enquêtes naar de arbeidskrachten (EAK) voor 23 landen van de Europese Unie, ongerekend het Verenigd Koninkrijk, Ierland en Duitsland. De transitie vanuit werkloosheid en inactiviteit naar werkgelegenheid zijn in het voormalige Oost-Europa, de mediterrane landen en op het vasteland blijkbaar gering ten opzichte van die in de noordse landen.

(1) Onder meer technici en beoefenaars van intermediaire functies op wetenschappelijk en technisch gebied, in de gezondheidszorg, financiën, juridische dienstverlening, sociale en aanverwante diensten of bepaalde beroepen in het vlak van informatie en communicatie.

(2) De waarnemingsperiode voor deze landen eindigt vóór de grote economische en financiële crisis van 2008.

Zo bedraagt het risico om werkloos te blijven meer dan 70 % in België en Griekenland en slechts iets minder in Italië. Dat risico is vrijwel dubbel zo groot als dat voor Denemarken, Zweden, Nederland of Spanje⁽²⁾ en bijna drie vierde van dat voor Frankrijk, Oostenrijk of Portugal. De Nederlandse, Deense, Zweedse en Spaanse arbeidsmarkt blijken het meest dynamisch. Dat komt vooral door de betere resultaten in die landen voor personen jonger dan 30 jaar, houders van een diploma van het hoger onderwijs en vrouwen. De auteurs trachten ten slotte de mobiliteit te relateren aan de arbeidsmarktinstuties (regelgeving inzake arbeidsbescherming, vervangingsratio voor de lage lonen, uitgaven voor een actief arbeidsmarktbeleid, enz.). Ze vinden geen stabiele empirische relatie tussen de instituties en de resultaten, wat erop wijst dat de discrepantie tussen de landen niet kan worden teruggevoerd op de verschillen tussen marktinstuties zoals die aan de hand van de gebruikelijke indicatoren worden gemeten.

Bachmann *et al.* (2015) schatten voor alle EU-landen een multinomiaal logitmodel op basis van EU-SILC-gegevens over de periode 2008-2010. De ernstige economische en financiële crisis had op sommige groepen van werknemers een zwaardere impact, meer bepaald op de mannen en op de jongeren. Die specifieke vaststelling is toe te schrijven aan een sectoraal effect: bedrijfstakken zoals de bouwrijverheid, die voornamelijk mannelijke en jonge werknemers in dienst hebben, werden zwaarder getroffen. Tijdens de eerste fase van die crisis kon de stijging van de werkloosheidsgraad voornamelijk worden verklaard door het banenverlies, veel meer dan door de verlenging van de werkloosheidsduur.

In deze studie worden de enquêtes naar de arbeidskrachten gehanteerd. Om de transitie tussen situaties te bestuderen, werd in de EAK een retrospectief element ingevoerd in de vorm van een vraag over de sociaaleconomische situatie van de respondent, één jaar vóór de enquête. Bijgevolg kan via die gegevens maximaal één transitie per jaar en per persoon worden geregistreerd, terwijl in die tijdsperiode meerdere bewegingen kunnen hebben plaatsgevonden. Er wordt met name geen transitie opgetekend indien de betrokkene teruggekeerd is naar dezelfde situatie inzake activiteit als een jaar eerder. In deze statistieken wordt de effectieve mobiliteit dus onderschat. De sociaaleconomische situatie één jaar vóór de enquête is die welke de respondent zelf heeft meegedeeld. Dat laat dus potentieel ruimte voor uiteenlopende interpretaties per individu, zoals inherent is aan elk enquêtegegeven. Naast de situatie van de respondent één jaar vóór de enquête en diens huidige status zijn ook het geslacht, het scholingsniveau, de leeftijd en het land van verblijf beschikbaar.

De retrospectieve informatie is kwalitatief zeer goed. Voor sommige landen bestaat er immers, naast de versie

in doorsnede, een panelversie van de enquête naar de arbeidskrachten. Derhalve kunnen de transitiegraden die werden geschat op grond van de retrospectieve vraag (zoals in deze analyse) vergeleken worden met de percentages die werden verkregen aan de hand van de panelversie, waarin dezelfde individuen op verschillende tijdstippen worden gevolgd en ondervraagd. Casado *et al.* (2015) maken die vergelijking voor de Spaanse gegevens van de EAK voor de periode van 2006 tot 2012. De jaar-op-jaar schattingen van de transitiegraden via beide bronnen zijn vrijwel identiek. Dankzij de longitudinale versie kunnen ook de transities op kwartaalbasis worden berekend. Zoals verwacht, ligt het aantal opgetekende transities hoger wanneer de bewegingen in het jaar kunnen worden waargenomen. Schattingen op jaarbasis vormen al met al een ondergrens van de reële dynamiek van de arbeidsmarkt.

De sociaaleconomische status op het ogenblik van de enquête is gebaseerd op de criteria van het Internationaal Arbeidsbureau. Hij is niet afhankelijk van het soort van uitkering dat de betrokkene ontvangt. Zo zal in België iemand die een leefloon ontvangt in het bijstandstelsel, maar beschikbaar blijft voor de arbeidsmarkt en actief een baan zoekt, als werkzoekende worden geregistreerd. De transities van werkgelegenheid naar werkloosheid en die van werkloosheid naar werkgelegenheid worden in afzonderlijke analyses behandeld.

De schattingen worden gemaakt op basis van geaggregeerde gegevens, aan de hand van de verdeling naar hun sociaaleconomische status in het jaar t , over de personen die zich in een bepaalde sociaaleconomische situatie bevonden in $t-1$. Daarbij wordt gebruik gemaakt van een logitmodel dat wordt geschat aan de hand van de chi-kwadraatmethode die het mogelijk maakt dergelijke gegevens te benutten (Amemiya, 1981). Met een multivariate analyse wordt het effect van een variabele gemeten door te toetsen voor alle overige beschikbare variabelen. Zo hangt het gendereffect niet samen met een verschillend gemiddeld scholingsniveau tussen vrouwen en mannen, noch met de potentieel uiteenlopende verdeling mannen-vrouwen in de landen van het staal, omdat in het model tevens rekening wordt gehouden met die specifieke effecten. Aangezien het hier gehanteerde model enkel dichotomische verklarende variabelen omvat, worden de resultaten voor een referentie-individueel gegeven. De hier toegelichte schattingen werden per land gemaakt teneinde op het niveau van de conjunctuurcyclus geen enkele gemeenschappelijke structuur op te leggen.

2.1 Determinanten van banenverlies

Hieronder worden de empirische determinanten van de percentages 'banenverlies' onderzocht door een vergelijking te

maken tussen de schattingen voor de zeven landen. Wat in de EAK wordt vastgesteld, is dat de betrokkene een jaar eerder een baan had (maar het is niet bekend sinds wanneer) en dat hij momenteel werkloos is. In de schatting worden de volgende factoren in aanmerking genomen: scholingsniveau, geslacht, echtelijke staat en leeftijd. Aan de hand van indicatieve variabelen per jaar kan het tijdsprofiel worden gecontroleerd, dat wil zeggen zowel de effecten van de economische conjunctuur als de trendmatige verschijnselen tijdens de periode. Aangezien de transities naar werkloosheid worden nagegaan, omvat de maatstaf van het banenverlies hier niet de ontslagnemingen. Het conjunctuurprofiel van de aftredingen wijkt sterk af van dat van de ontslagen omdat de mobiliteit van de ene werkgever naar de andere groter is in een gunstig conjunctuurklimaat, terwijl het banenverlies daarentegen contracyclisch zou zijn. Bovendien zijn de stromen van de ene baan naar de andere moeilijker te meten (Hobijn en Şahin, 2009) dan de transities tussen afzonderlijke situaties, in dit geval van werkgelegenheid naar werkloosheid.

De verschillen tussen de landen zijn zeer groot. In 2014 bedroeg het geschatte banenverlies voor de referentiegroep, namelijk mannelijke werknemers van 35 tot 39 jaar die middengediplomeerd en ongehuwd zijn, 3% in Duitsland, 3,3% in Zweden en het Verenigd Koninkrijk en 3,5% in België, terwijl het in Denemarken 4,2% beliep, in Frankrijk 5,2% en in Spanje 8,7%. Die rangorde bleef tijdens de waarnemingsperiode niet steeds gelijk. Op het conjuncturele dieptepunt van 2003 was Denemarken, met 6,3%, koploper voor de instroom in de werkloosheid, gevolgd door Spanje en Duitsland met 5,4%. De beëindigingspercentages waren het laagst in het Verenigd Koninkrijk en België. Voor de hele periode wordt het meest constante en gemiddeld beschouwd laagste banenverlies opgetekend in België, wat betekent dat de werknemers er een grote werkzekerheid genoten.

Het tijdsprofiel kan aan de hand van een klassieke methode zoals de Hodrick-Prescott filter niet worden uitgesplitst in een cyclische en een trendmatige component omdat de periode beperkt is van 1998 tot 2014 en er enkel gegevens op jaarbasis worden gebruikt. Niettemin kunnen de lineaire tendensen worden berekend. In verscheidene werken werd het verloop van de stabiliteit van de werkgelegenheid door de tijd heen onderzocht. Volgens enkele studies (voornamelijk op basis van Noord-Amerikaanse of Franse gegevens) zou de stabiliteit van de werkgelegenheid sinds de jaren tachtig zijn verminderd, met name onder invloed van veranderingen in de arbeidsmarktinstituten (minder restrictieve regelgeving inzake arbeidsbescherming, stijging van het aandeel van de flexibele arbeidsovereenkomsten (uitzendarbeid, bepaalde duur, ...), ontwikkeling van nieuwe, niet-gesalarieerde

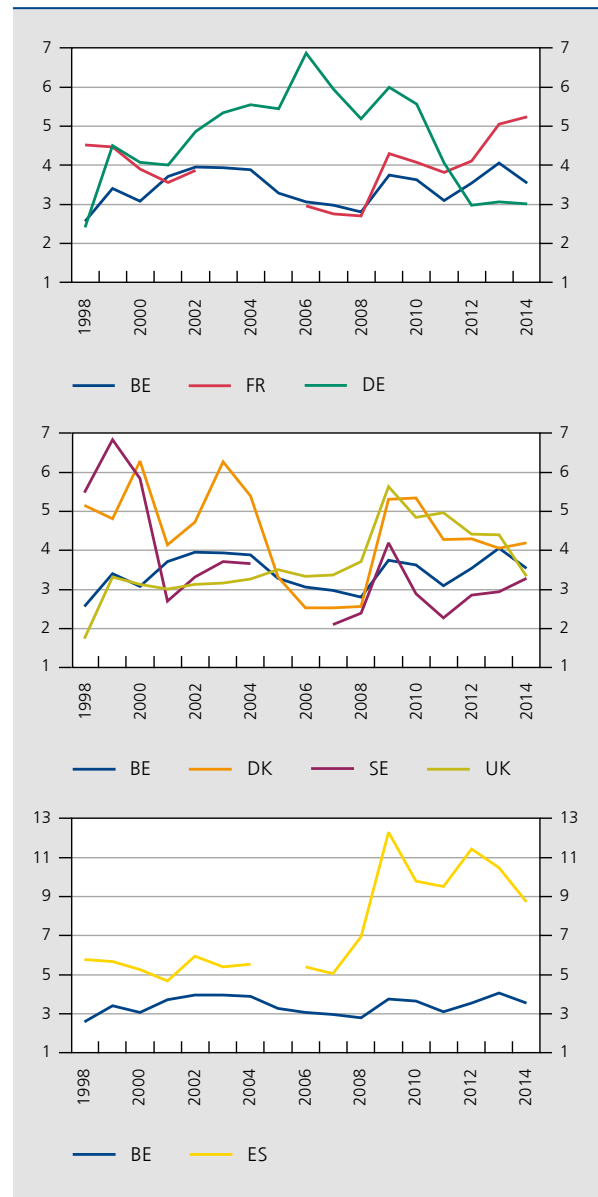
arbeidsvormen, ...) die gepaard gingen met een groter aantal transities. Ook de tertiarisering van de economie zou tot een geringere stabiliteit van de arbeidsplaatsen in onze economie leiden. Evenzo biedt de technologische vooruitgang de gelegenheid steeds meer routinetaken te automatiseren, wat ook meer verschuivingen van arbeidskrachten met zich brengt, eventueel naar bedrijfstakken waar de werkgelegenheid minder stabiel is.

Volgens de op jaarbasis geschatte percentages neemt de instabiliteit van de werkgelegenheid niet toe in Duitsland, Denemarken en Zweden. Ze neemt daarentegen zeer sterk toe in Spanje, als gevolg van de crisis. Voor het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en België wordt gedurende de zestien jaar een matige opwaartse tendens vastgesteld. De variabiliteit volgens de economische conjunctuur is zeer hoog in Spanje, maar ook in Zweden, Denemarken en het Verenigd Koninkrijk, wat te maken zou hebben met onder meer de geringe arbeidsbescherming (Denemarken, Verenigd Koninkrijk) en/of met een ruim aandeel van tijdelijke arbeidsovereenkomsten (met inbegrip van uitzendarbeid), die per definitie van korte duur zijn (vooral Spanje, in mindere mate Zweden en Frankrijk). Om de schommelingen van de economische bedrijvigheid op te vangen, gaven bepaalde landen zoals Duitsland en België in de beginfase van de economische en financiële crisis van 2008 de voorkeur aan aanpassingen via de intensieve marge, met andere woorden door de ondernemingen de mogelijkheid te bieden het aantal gewerkte uren aan te passen, en niet via veranderingen van de werkgelegenheid in aantal personen. De transities tussen situaties verschaffen echter geen informatie over die andere aanpassingsmechanismen in de economische cyclus.

Uit het multivariaat model van het per land geschatte percentage van het banenverlies blijkt het cruciale belang van het scholingsniveau en de leeftijd. Ten opzichte van de referentiegroep van de middengeschoolden⁽¹⁾, is het risico van banenverlies groter voor de laaggeschoolden en veel geringer voor de hooggeschoolden, ongeacht het beschouwde land. Deze beschermende rol die het diploma vervult voor de stabiliteit van de werkgelegenheid, is het grootst in Zweden, Denemarken, België en Duitsland, waar de percentages voor de middengeschoolden de helft lager liggen dan voor de laaggeschoolden. In Duitsland en België is het verschil ook voor de hooggeschoolden zeer groot: het beëindigingspercentage in deze groep bedraagt amper een derde van het voor laaggeschoolden geraamde cijfer.

(1) Personen met hooguit een diploma van het lager secundair onderwijs hebben een laag scholingsniveau, die met een diploma van het secundair onderwijs zijn middengeschoold en die met een diploma van het hoger onderwijs zijn hooggeschoold.

GRAFIEK 6 TRANSITIE⁽¹⁾ VAN WERKGELEGENHEID NAAR WERKLOOSHEID



Bron: EC.

(1) Transitiegarden geschat volgens het multivariaat model per land, voor het referentie-individu, namelijk een ongehuwde, middengeschoolde man van 35 tot 39 jaar.

De leeftijd is de andere belangrijke factor die het niveau van het beëindigingspercentage verklaart. Voor alle landen samen neemt het profiel van het risico op banenverlies af met de leeftijd. Dat komt door de sterke correlatie tussen de leeftijd van de werknemers en het aantal jaren ervaring op de arbeidsmarkt, en zelfs de duur van de loopbaan bij eenzelfde werkgever. Vanwege de asymmetrische informatie tussen werknemers en werkgevers, vooral op het ogenblik van de indienstneming, mag worden verwacht dat een aantal nieuwe

arbeidsrelaties snel wordt ontbonden, wat vervolgens minder waarschijnlijk wordt naarmate die asymmetrie afneemt. Voorts heeft een groter gedeelte van de jonge werknemers een tijdelijke arbeidsovereenkomst. Het geschatte profiel strookt dus met de voorspellingen van de theorie. Dat profiel naar leeftijd blijkt echter minder uitgesproken in Duitsland, Denemarken, Zweden en het Verenigd Koninkrijk. Voor deze landen is er veeleer sprake van twee leeftijdsgroepen: personen jonger dan 30 jaar, met een zeer hoog beëindigingspercentage, en een groep van 30 jaar en ouder, met een klein risico. Daarentegen vertoont het in Frankrijk, Spanje en België geraamde profiel een vrijwel gestaag afnemende relatie. Die na de leeftijd van 40 jaar aanhoudende differentiatie zou kunnen wijzen op een selectieproces: werknemers met een zeer lange loopbaan zouden, gemiddeld beschouwd, over betere eigenschappen beschikken dan wie van werkgever dient te veranderen of voortijdig de arbeidsmarkt verlaat. De gecombineerde impact van, enerzijds, het belang van de anciënniteit voor het loon en, anderzijds, de wetgeving inzake arbeidsbescherming maakt het trouwens duurder om die werknemers te ontslaan.

Daarnaast wordt in deze studie ook het gendereffect en het effect van de echtelijke staat getoetst. De invloed van het geslacht is zeer gering vergeleken met die van de andere variabelen. In Denemarken en Spanje is hij vrijwel

nihil. Voor het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Zweden ligt het beëindigingspercentage lager voor de vrouwen dan voor de mannen. In Frankrijk en België, daarentegen, ligt het beëindigingspercentage voor vrouwen iets hoger. Deze variabele meet in feite voor een groot deel sectorspecifieke effecten. In de landen waar vrouwen oververtegenwoordigd zijn in overheidsfuncties (bv. in Zweden) en/of waar ze minder actief zijn in bedrijfstakken met een weinig stabiele werkgelegenheid (horeca, uitzendsector, ...) is het risico op ontslag of beëindiging van de arbeidsrelatie kleiner voor de vrouwen. In België en in Frankrijk, daarentegen, zijn de vrouwen oververtegenwoordigd in de buurtdiensten en de persoonsverzorging in ruime zin, soms met arbeidsovereenkomsten of statuten die leiden tot een grotere instabiliteit van de werkgelegenheid.

Het effect van de echtelijke staat is veel sterker dan het gendereffect. Die variabele komt zeer vaak voor in de databanken betreffende individuen en heeft doorgaans een erg significant effect in de empirische vragen over arbeids-economie, onder meer over de lonen (zie Becker (1973), Dougherty (2006)). Voor onze ramingen van de transitie van werkgelegenheid naar werkloosheid is de impact in de zeven onderzochte landen aanzienlijk en ongeveer even groot: voor alleenstaanden ligt het beëindigingspercentage steeds hoger dan voor gehuwden. Daar zijn

TABEL 2 **ECONOMETRISCHE RESULTATEN VOOR DE KANS OP BANENVERLIES, 1998-2014**
(in %)

	Kans ⁽¹⁾ (werkloos werk één jaar eerder)						
	BE	DE	FR	DK	SE	UK	ES
Referentie-individu ⁽²⁾	3,5	3,0	5,2	4,2	3,3	3,3	8,7
Laaggeschoold	7,0	6,0	8,9	8,7	7,0	5,7	10,6
Hooggeschoold	2,6	2,1	3,7	4,1	3,1	3,0	5,6
Vrouw	4,0	2,5	5,9	4,3	2,8	2,5	9,2
Gehuwd	2,5	2,0	3,7	2,6	2,7	2,0	6,6
20 tot 24 jaar	7,4	3,6	12,0	4,7	6,7	6,2	14,9
25 tot 29 jaar	5,7	3,5	8,3	4,4	4,5	4,2	12,0
30 tot 34 jaar	4,2	3,2	6,4	4,7	3,9	3,7	10,2
40 tot 44 jaar	2,9	2,5	4,4	4,9	3,0	2,8	8,4
45 tot 49 jaar	2,8	2,5	3,6	4,7	3,0	2,9	7,1
50 tot 54 jaar	2,5	2,4	3,1	4,7	2,3	3,0	6,7
55 tot 64 jaar	1,9	2,8	2,7	3,2	2,6	2,8	4,8

Bron: EC.

(1) De in de tabel opgenomen kansen zijn niet additief. De gehanteerde weergave is van het ceteris paribus-type: er wordt slechts één kenmerk tegelijk gewijzigd t.o.v. het referentie-individu. Zo verschilt een vrouw wier transitiekans in de tabel is opgenomen, enkel in geslacht van het referentie-individu; haar overige kenmerken (zoals scholingsniveau, echtelijke staat, leeftijd, transitiejaar, enz.) zijn gelijk aan die van het referentie-individu.

(2) Ongehuwde man van 35 tot 39 jaar, middengediplomeerd, 2014.

verscheidene verklaringen voor. Volgens sommigen (in aansluiting op het pionierswerk van Becker) zou er een oorzakelijk verband bestaan tussen productiviteit en echtelijke staat. Partners binnen een koppel zouden zich ieder meer kunnen specialiseren in hun taken (op het werk en in het huishouden), zodat gehuwden daadwerkelijk productiever zouden zijn en sterker gehecht aan de arbeidsmarkt, wat tot uiting komt in een hoger loon en ook, zoals blijkt uit de hier besproken resultaten, in een meer stabiele werkgelegenheid. Andere auteurs hellen veeleer over naar een selectie- of signaalverschijnsel. Gehuwden zouden, gemiddeld beschouwd, beschikken over gunstiger eigenschappen dan alleenstaanden en die kenmerken zouden zowel hun arbeidsproductiviteit als de kans dat ze gehuwd zijn, positief beïnvloeden. Dat de werknemer getrouwd is, zou dus indirect een signaal voor de werkgever kunnen zijn dat hij beschikt over die gunstige eigenschappen (niet waargenomen in de vragenlijsten), zonder dat er sprake is van een oorzakelijk verband tussen gehuwd zijn en het productiviteitsniveau.

2.2 Determinanten van de uitstroom naar werk

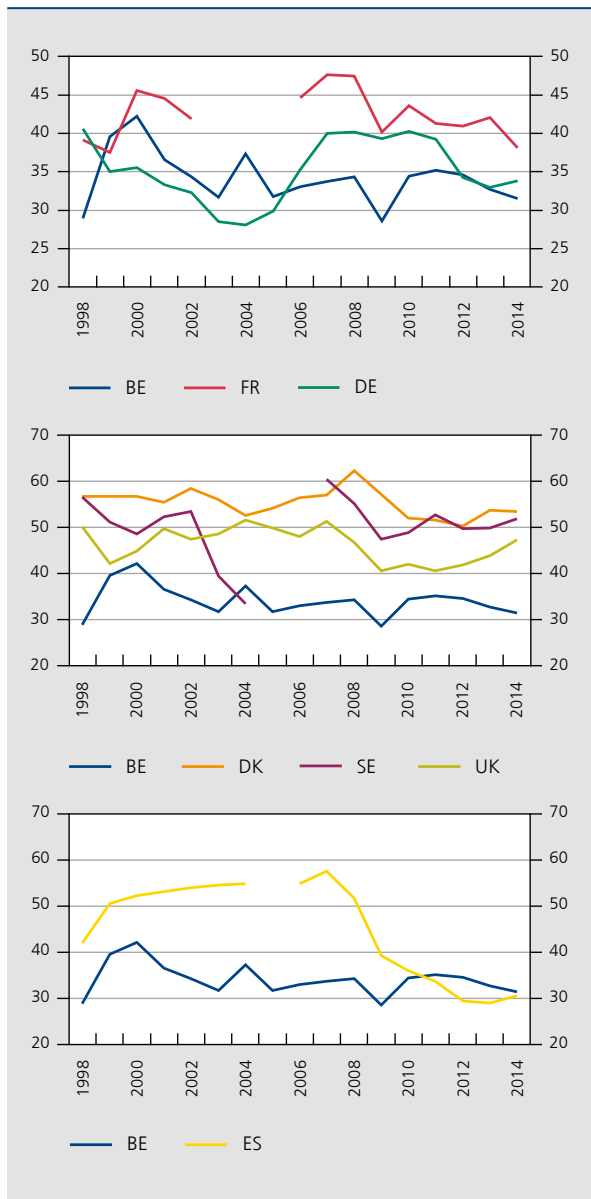
De graad van transitie van werkloosheid naar werkgelegenheid wordt grotendeels bepaald door de economische situatie. Tijdens een expansieperiode zijn er veel meer vacatures die evenveel nieuwe kansen bieden voor werkzoekenden. Vanwege de grote verscheidenheid van zowel de kandidaten als de arbeidsplaatsen en de asymmetrische informatie tussen beide partijen, neemt het afstemmingsproces enige tijd in beslag. De overheidsdiensten voor arbeidsbemiddeling dragen daartoe bij, net als de private arbeidsbureaus. Bovendien is de efficiëntie van de afstemmingstechnologie de afgelopen jaren mogelijk verbeterd: de revolutie van de informatietechnologie, de modernisering van de infrastructuur van de arbeidsbureaus en van de ondernemingen in het algemeen, alsook de betere toegang van de huishoudens tot het internet verhogen de doelmatigheid van de contacten.

Naast de conjunctuur of structurele factoren, is het design en de efficiënte werking van de werkloosheidsverzekering een essentieel element van de uitstroom naar werk. In alle bestudeerde landen werd voor de loontrekkenden een verzekeringsmechanisme tegen het werkloosheidsrisico ingesteld. De voordelen van een dergelijk systeem zijn dat het zorgt voor een afvlakking van het inkomen door de tijd heen en, op macro-economisch vlak, dat het als automatische stabilisator fungeert. De kosten ervan hangen vooral samen met het moreel risico. Dit laatste wijst op een situatie waarin de verzekeringsnemer, omdat hij verzekerd is, zijn gedrag wijzigt. Door de

werkloosheidsverzekering kunnen personen mogelijk minder inspanningen leveren om een baan te zoeken of te behouden. Bijgevolg blijven ze langer werkloos (of is, omgekeerd, hun transitie naar werkgelegenheid lager) dan in de hypothetische situatie dat een dergelijke verzekering niet zou bestaan. De werkloosheid zou ook groter kunnen zijn indien de werkgevers gemakkelijker ontslaan omdat ze ervan uitgaan dat hun personeel over de garantie beschikt een door de sociale zekerheid gefinancierd inkomen te kunnen ontvangen. Om de aan het moreel risico verbonden kosten te minimaliseren, bestaan er verschillende technieken die trouwens in de werkloosheidsverzekering worden aangewend. Ten eerste is de verzekering onvolledig omdat het vervangingsinkomen steeds geringer is dan het voorheen ontvangen loon; ten tweede is de duur van de uitkering meestal beperkt in de tijd en, ten derde, worden de voorwaarden om in aanmerking te komen strikt bepaald op basis van de arbeidsprestaties in het verleden. Ten slotte wordt ze vaak aangevuld met een mechanisme om toe te zien op het zoeken naar werk.

De transitiegraad wordt hier samengesteld door de situatie van alle personen die een jaar eerder werkloos waren, te vergelijken met hun huidige situatie. Sommigen van hen hebben opnieuw een baan gevonden. Dat percentage is een raming van de transitie op jaarbasis van werkloosheid naar werkgelegenheid, voor een bepaalde populatie (dat wil zeggen naar land, jaar, scholingsniveau, geslacht, enz.). Een nadeel van die gegevens is dat niet bekend is sinds wanneer de betrokkenen werkloos waren. De werklozenpopulatie bestaat uit een mix van personen die recentelijk werden ontslagen of van wie de tijdelijke arbeidsovereenkomst afgelopen is, maar ook van langdurig werklozen. De uitstroomkansen naar werk blijken zeer sterk uiteen te lopen van land tot land. Bovendien is de rangorde van de landen voor die bepaalde transitie tijdens de beschouwde periode weinig veranderd, behalve voor Spanje. Voor een mannelijke middengeschoolde werkzoekende tussen 35 en 39 jaar bedraagt het uitstroompercentage uit de werkloosheid over een jaar 55 % in Denemarken, 51 % in Zweden en 46 % in het Verenigd Koninkrijk. Voor Spanje belooft het herintredingspercentage gemiddeld tijdens de periode 45 %, maar het was hoog in het eerste deel van de periode en vervolgens daalde het zeer sterk na 2009, op het ogenblik dus van de economische en financiële crisis. De transitie van werkloosheid naar werkgelegenheid bedraagt 42 % in Frankrijk en slechts 35 % in Duitsland, omdat ze in dit laatste land zeer laag was gedurende de periode van 1998 tot 2005. België onderscheidt zich met een nog lagere transitiegraad van amper 34 % gemiddeld tijdens de periode. De spreiding in de tijd van de geschatte uitstroomkansen is gering voor Denemarken, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk en, zoals verwacht, hoger voor Spanje.

GRAFIEK 7 TRANSITIE⁽¹⁾ VAN WERKLOOSHEID NAAR WERKGELEGENHEID



Bron: EC.

(1) Uitstroomkans naar werk geschat volgens het multivariate model per land, voor het referentie-individue, namelijk een ongehuwde, middengeschoolde man van 35 tot 39 jaar.

Uit het per land geschatte multivariate model blijkt dat het scholingsniveau voor de transitie naar werkgelegenheid een cruciale rol speelt. Het verschil tussen het herintredingspercentage van middengeschoolden en dat van laaggeschoolden bedraagt meer dan 10 punten in het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk, en ligt rond de 8 punten voor Duitsland, Zweden en België. Het is kleiner in Denemarken (6 punten) en Spanje (5 punten). Het herintredingspercentage is vooral hoog voor de hogeschoolden, met name in België

en in Duitsland (ongeveer 14 punten meer dan de groep van de middengeschoolden) en in het Verenigd Koninkrijk (12 punten). Dat verschil belooft 10 punten in Frankrijk, 9 in Denemarken, 8 in Zweden en minder dan 5 in Spanje.

De werkloosheidsduur voor vrouwen is gemiddeld iets langer dan de voor mannen geraamde duur, maar dat geldt vooral in Spanje en België, terwijl de verschillen nihil of zeer klein zijn in Zweden, Duitsland en Denemarken. In het Verenigd Koninkrijk zou het herintredingspercentage voor vrouwen zelfs iets hoger uitvallen dan dat voor mannen. Uit de ramingen blijkt ook dat de echtelijke staat slechts een gering effect heeft op het herintredingspercentage. Enkel in Frankrijk en Duitsland zou die status een grotere invloed hebben. De impact is daarentegen aanzienlijk in het Verenigd Koninkrijk, waar alleenstaanden veel langer werkloos zouden blijven.

Zoals vermeld, heeft de leeftijd een opmerkelijke invloed op de transitie. Voor de zeven landen is een zekere gradiënt merkbaar, met een hoge herintreding voor de jongeren en een steeds geringere voor de oudere leeftijdscategorieën. In België, Duitsland en Spanje en in mindere mate in Frankrijk is de helling van de gradiënt steil, terwijl het Verenigd Koninkrijk, Denemarken en Zweden een ander profiel vertonen: de verschillen tussen de leeftijdscategorieën zijn er niet even groot, behalve voor de 55- tot 64-jarigen, die veel minder kans maken om weer een baan te vinden dan alle voorgaande categorieën.

De gradiënt naar leeftijd is toe te schrijven aan de correlatie tussen de leeftijd en de werkloosheidsduur: er zijn meer langdurig werklozen (12 maanden en langer) bij de ouderen dan bij de jongeren. Het herintredingspercentage vermindert evenwel naarmate de betrokkene langer werkloos blijft. Die negatieve afhankelijkheid van de duur ontstaat ofwel door een geleidelijke ontwaarding van het menselijk kapitaal van de werklozen of door een gevoel van ontmoediging, dat leidt tot een minder actieve zoektocht naar werk; ten slotte kan ze ook het resultaat zijn van een selectieproces in de tijd: personen die langer werkloos blijven, zouden gemiddeld beschouwd over minder gunstige kenmerken qua inzetbaarheid beschikken dan wie snel opnieuw werk vond. Die verklaringen hoeven elkaar niet uit te sluiten.

De afhankelijkheid van de duur valt echter niet volledig te verklaren door de leeftijd. Zoals vermeld, kan uit de EAK-gegevens niet worden afgeleid hoe lang de personen die opnieuw een baan vinden, tevoren werkloos waren. Dat heeft een belangrijk gevolg voor internationale vergelijkingen, omdat de landen waar het totale aantal werklozen gemiddeld reeds lang werkloos is, lagere transitiegraden

vertonen. Typisch voor het Belgisch stelsel van werkloosheidsverzekering is dat het niet beperkt is in de tijd, behalve als de werkzoekende wordt bestraft. Het Belgisch stelsel is, vergeleken met dat in de andere landen van het staal, een mengeling van een werkloosheidsverzekering en een mechanisme van werkloosheidsbijstand⁽¹⁾. Het percentage langdurig werklozen is met andere woorden institutioneel groter in België dan in alle andere onderzochte landen omdat deze laatste beschikken over een afzonderlijk stelsel voor personen die zeer lang werkloos blijven. Dit betekent dat een internationale vergelijking van de transities van werkloosheid naar werkgelegenheid voor België steeds zeer ongunstig uitvalt aangezien niet kan worden nagegaan hoelang de betrokkenen reeds werkloos waren.

Aangezien de lonen in alle landen stijgen met de ervaring, hadden oudere werkzoekenden vóór het verlies van hun baan vaak een hogere bezoldiging dan de jongeren. Dat heeft een opwaartse invloed op hun reservatieloon, waardoor ze minder vacatures in aanmerking nemen en langer werkloos blijven. In alle werkloosheidsstelsels is het vervangingsinkomen gebaseerd op het vorige loon. Ouderen hebben bijgevolg aanvankelijk recht op hogere uitkeringen. Bovendien hebben bepaalde landen regels ingevoerd die de gulheid van het stelsel nog versterken, bijvoorbeeld via een forfaitaire aanvullende uitkering vanaf 50 jaar⁽²⁾ of een verlenging van de uitkeringsduur. Volgens de job search-theorie en tal van empirische studies (voor een recent overzicht, zie Schmieder en von Wachter, 2016) leiden die gunstiger voorwaarden gemiddeld tot een lagere uitstroomkans⁽³⁾.

Naast de parameters van de werkloosheidsverzekering beïnvloeden nog andere institutionele kenmerken het

herintredingspercentage van de ouderen. Zo was het in het verleden, in de periode met tegelijkertijd een krachtige groei van de bevolking op arbeidsleeftijd en een povere economische conjunctuur, gebruikelijk vervroegde uittredingen te bevorderen, hetzij door een specifieke regeling in te voeren (zoals het 'brugpensioen' in België), hetzij door de daartoe bestaande regelingen (werkloosheid of ziekteverzekering) aan te passen, bijvoorbeeld door het opheffen van de voorwaarde werk te zoeken, maar de betrokkenen toch uitkeringen te verlenen die gelijk waren aan die van de werklozen. Dergelijke maatregelen hebben in de zeven landen bestaan, maar ze werden overal gaandeweg verstrengd (verhoging van de leeftijdsriteria, ...) tot ze in de meeste gevallen definitief werden ingetrokken aan het einde van de beschouwde periode. Voor oudere werknemers die hun baan verloren, had het vooruitzicht om op relatief korte termijn met vervroegd pensioen te kunnen gaan tot gevolg dat de meesten van hen geen werk zochten, ook al noemden ze zich in de enquête werkloos (en niet inactief).

Behalve de factoren in verband met het arbeidsaanbod, de instituties en de beleidsmaatregelen ter bevordering van pensioneringen, speelt ook de vraag naar ervaren werknemers een rol. Het in dienst nemen van een oudere werknemer kan voor een onderneming duur uitvallen, met name in landen zoals België, Oostenrijk (dat niet tot het staal behoort) en Spanje waar de anciënniteit een belangrijke rol speelt in de loonstijging, zelfs rekening houdend met de productiviteit (Lallemand en Rycx, 2009). Een deel van de tijdens de loopbaan opgedane ervaring is specifiek en zal niet noodzakelijkerwijs door een nieuwe werkgever worden gewaardeerd. Voor deze laatste kan het nakende pensioen ook een rem betekenen, aangezien de periode waarin zijn investering rendeert (potentieel) korter is dan voor een jonge werknemer. De vaste kosten die verbonden zijn aan indienstneming⁽⁴⁾ pleiten ervoor een werknemer aan te nemen die verder verwijderd is van de uittreding uit de arbeidsmarkt.

Ten slotte is het niet uitgesloten dat er bij een indienstneming soms sprake is van discriminatie op basis van de leeftijd. Uit een recent Belgisch onderzoek (Baert *et al.*, 2015) waarbij gebruik werd gemaakt van cv's die enkel voor de leeftijd van de kandidaten⁽⁵⁾ verschilden, is gebleken dat de respons groter was voor de jongere sollicitanten, wat overeenstemt met de resultaten in andere landen. Uit andere gecontroleerde experimenten is gebleken dat ook het leeftijdsverschil tussen de personeelswerver en de sollicitant een invloed zou hebben.

De effecten van de doorgaans hogere indienstnemings- en loonkosten voor een oudere werknemer kunnen worden versterkt door de regelgeving inzake arbeidsbescherming.

(1) Zonder de 'middelentoets' die doorgaans bijstandsregelingen kenmerkt.

(2) Onder meer in België bestond een dergelijk systeem, met de 'anciënniteitstoeslagen'. Vanaf 2012 werd de leeftijdsvoorwaarde hiervoor opgetrokken van 50 tot 55 jaar. De toeslagen werden op 1 januari 2015 afgeschaft.

(3) De langere werkloosheidsduur bij gunstiger uitkeringsvoorwaarden is niet enkel toe te schrijven aan het moreel risico (minder actieve of uitgestelde zoektocht naar werk). Sommige ontslagen werknemers hebben weinig of niet gespaard en kunnen moeilijk krediet krijgen: zonder een uitkering zouden ze verplicht zijn zo snel mogelijk een bezoldigde activiteit te vinden. De langere werkloosheidsduur valt dus ook te verklaren door de opheffing van die liquiditeitsbeperkingen (Chetty, 2008). In deze studie en de daaropvolgende werken wordt gebruik gemaakt van de verschillen in effect van de uitkering naarmate het huishouden al dan niet financiële problemen heeft, en van de bijzondere gevallen waarin het totaalbedrag van de uitkeringen in één keer wordt uitbetaald, bij de beëindiging van de arbeidsovereenkomst. In deze laatste configuratie speelt het moreel risico geen rol omdat er geen financiële stimulans is om werkloos te blijven. Ook hier wordt evenwel een toename van de werkloosheidsduur vastgesteld.

(4) Hogere vaste kosten voor indienstneming komen tot uiting in een grotere gevoeligheid van de werkgever voor de afstand tot de pensionering van de sollicitant (zie Challe *et al.* (2016)). Telefonisten van callcenters, bijvoorbeeld, kunnen de algemene vaardigheid om telefoongesprekken te beantwoorden elders hebben verworven, maar een specifieke opleiding om het platform van de telefooncentrale te gebruiken en een minimale eerste kennismaking met de producten/diensten die de onderneming verkoopt, blijven onontbeerlijk vóór ze kunnen beginnen te werken. Volgens empirische studies is dat soort bedrijfstakken gevoeliger voor de afstand tot de pensionering dan branches waar een opleiding bij de indienstneming niet nodig is.

(5) De auteurs maakten gebruik van identieke cv's voor twee leeftijdsparen: 38/44 jaar en 44/50 jaar. De cv's verschilden enkel in de wijze waarop de extra loopbaanjaren werden vevuld (baan vergelijkbaar met die van de advertentie, een daarvan verschillende baan of non-activiteit). Enkel wanneer het uitgeoefende werk vergelijkbaar was met de door de werkgever gevraagde baan lagen de responsgraden voor de 'ouderen' en de 'jongeren' dicht bij elkaar.

TABEL 3 ECONOMETRISCHE RESULTATEN VOOR DE KANS OP UITSTROOM NAAR WERK, 1998-2014
(in %)

	Kans ⁽¹⁾ (aan het werk werkloos één jaar eerder)						
	BE	DE	FR	DK	SE	UK	ES
Referentie-individu ⁽²⁾	31,5	33,8	38,1	53,5	51,9	47,3	30,5
Laaggeschoold	24,0	25,5	27,9	47,6	44,3	36,4	25,3
Hooggeschoold	45,2	47,4	48,4	62,4	59,8	59,5	35,0
Vrouw	26,4	33,0	34,6	49,9	52,0	52,7	22,9
Gehuwd	30,3	37,4	41,8	53,5	50,9	58,3	31,6
20 tot 24 jaar	43,2	44,6	45,3	57,7	51,3	52,5	38,5
25 tot 29 jaar	36,8	39,4	42,5	57,7	55,9	51,2	36,2
30 tot 34 jaar	33,0	35,4	39,6	54,4	51,6	48,8	32,4
40 tot 44 jaar	30,7	30,5	36,4	53,2	51,2	46,8	28,5
45 tot 49 jaar	27,5	27,8	33,6	52,4	50,0	44,7	26,7
50 tot 54 jaar	18,6	23,5	30,0	48,8	46,8	43,4	21,9
55 tot 64 jaar	8,9	13,4	13,4	34,0	36,3	32,1	13,8

Bron: EC.

(1) De in de tabel opgenomen kansen zijn niet additief. De gehanteerde weergave is van het ceteris paribus-type: er wordt slechts één kenmerk tegelijk gewijzigd t.o.v. het referentie-individu. Zo verschilt een vrouw wier transitiekans in de tabel is opgenomen, enkel in geslacht van het referentie-individu; haar overige kenmerken (zoals scholingsniveau, echtelijke staat, leeftijd, transitiejaar, enz.) zijn gelijk aan die van het referentie-individu.

(2) Ongehuwde man van 35 tot 39 jaar, middengeschoold, 2014.

Zo heeft de Franse wetgever in 1987 een belasting ingevoerd die de werkgever moet betalen op het ontslag van werknemers ouder dan 55 jaar; die belasting is evenredig aan het loon van de ontslagen werknemer. Het doel van die maatregel was de sociale kosten van dergelijke ontslagen bij de werkgever te internaliseren aangezien die ouderen langer werkloos bleven. De bepaling werd meermaals herzien (leeftijdsgrens verlaagd tot 50 jaar, enz.). Volgens econometrische studies (voor een overzicht, zie Behaghel *et al.*, 2008) was het voornaamste effect van die extra bescherming van oudere werknemers dat ze minder vaak in dienst werden genomen. Daarentegen was het – in principe directere – effect op de ontslagen gering. De belasting werd in 2008 volledig afgeschaft.

Conclusie

In dit artikel worden de percentages van het banenverlies en de uitstroom naar werk tijdens de periode 1998-2014 beschreven, en dit voor zeven landen (België, Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Spanje, het Verenigd Koninkrijk en Zweden). Die percentages werden geraamd aan de hand van de geharmoniseerde enquêtes naar de arbeidskrachten (EAK), waarbij eenzelfde procedure en identieke hypothesen werden gehanteerd, om de best mogelijke vergelijkbaarheid te garanderen.

De transities meten de veranderingen in sociaaleconomische status (werkgelegenheid, werkloosheid, inactiviteit), met andere woorden de wijzigingen in de extensieve marge. De andere mechanismen voor aanpassing aan de conjunctuurencyclus, zoals veranderingen van het aantal gewerkte uren, geven geen aanleiding tot transities.

Dit verklaart gedeeltelijk de aanzienlijke verschillen tussen de landen. Zo is het percentage van het banenverlies, in de beginfase van de grote crisis van 2008, in België en Duitsland amper toegenomen ten opzichte van de andere beschouwde landen. In het tweede deel van de crisis of op het conjuncturele dieptepunt aan het begin van de jaren 2000 werd daarentegen overall een stijging van het banenverlies opgetekend.

De dynamiek van de werkloosheidsgraad kan worden beschouwd als het resultaat van, enerzijds, het verloop van de instroom in de werkloosheid (dat wil zeggen het percentage van het banenverlies) en, anderzijds, de uitstroom uit de werkloosheid (of de uitstroom naar werk). Om de stromen in verband met de inactiviteit buiten beschouwing te kunnen laten, werden die cijfers berekend voor de 25- tot 49-jarigen, een leeftijdscategorie waarvoor de arbeidsmarktparticipatie maximaal is en weinig varieert. De verschillen in nationaal beleid inzake de transitie van jongeren van studie naar arbeidsmarkt of het beheer van

het loopbaaneinde leiden bijgevolg niet tot een vertekening van de vergelijking. In al die landen is de variabiliteit van de werkloosheidsgraad grotendeels toe te schrijven aan het banenverlies. De uitstroom naar werk draagt ook bij tot deze variabiliteit, maar blijkt enkel in Frankrijk en Spanje de stuwende kracht te zijn.

Voor België worden die geaggregeerde maatstaven toegelicht per gewest. De instroom in de werkloosheid is vergelijkbaar in Vlaanderen en in Wallonië, maar ligt veel hoger in het Brussels Gewest. Met andere woorden, inwoners van Brussel hebben ongunstiger kenmerken en/of werken in bedrijfstakken, ondernemingen en soorten van arbeidsovereenkomst waarvoor de werkzekerheid geringer is dan in de andere gewesten. De transitie van werkloosheid naar werkgelegenheid vertoont eveneens zeer sterke verschillen. Ze was in Vlaanderen systematisch hoger dan in de beide andere gewesten. Overal is de transitie naar werkgelegenheid procyclisch, maar die conjunctuurgevoeligheid lijkt meer uitgesproken in Vlaanderen.

De percentages van het banenverlies en de uitstroom naar werk worden vervolgens geanalyseerd aan de hand van een multivariaat model, om het relatieve belang van de waargenomen kenmerken te ramen. Deze ramingen werden opgemaakt per land voor de hele bevolking op arbeidsleeftijd (20 tot 64 jaar).

Zoals reeds was vastgesteld op basis van de geaggregeerde maatstaven, zijn de verschillen tussen de landen aanzienlijk. In 2014 bedroeg het geraamde banenverlies, voor de werknemers van 35 tot 39 jaar, 3 % in Duitsland, 3,3 % in Zweden en het Verenigd Koninkrijk en 3,5 % in België, terwijl het in Denemarken 4,2 % beliep, in Frankrijk 5,2 % en in Spanje 8,7 %. Die rangorde bleef in de loop der jaren niet altijd gelijk. Gemiddeld tijdens de periode is het banenverlies zowel het stabielst als het laagst in België. In het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en België wordt tijdens de periode een matige opwaartse tendens van de instabiliteit van de werkgelegenheid vastgesteld; voor Spanje is die tendens nog veel sterker.

In het multivariate model wordt het belang van onderwijs voor de stabiliteit van de werkgelegenheid beklemtoond. De leeftijd (of de anciënniteit) is ook een zwaarwegende variabele, aangezien het banenverlies hoog uitvalt voor jongeren en zeer laag voor ouderen. In Frankrijk, Spanje en België gaat het om een vrijwel gestage afnemende relatie, met een differentiatie die na de leeftijd van 40 jaar aanhoudt, terwijl in andere landen veeleer een onderscheid wordt gemaakt tussen personen jonger dan 30 jaar en de andere werknemers. De gezinssituatie speelt eveneens een rol: het banenverlies ligt heel wat hoger voor alleenstaanden dan voor gehuwden.

Voorts wordt voor de uitstroom naar werk eveneens een grote heterogeniteit tussen de landen vastgesteld, die niet te verklaren valt door de waargenomen kenmerken. In 2014 beliep het uitstroompercentage, voor het referentie-individue, meer dan 50 % in Denemarken en Zweden, terwijl het amper 30 % bedraagt in België en in Spanje. De uitstroom naar werk is procyclisch aangezien de conjunctuur er een bepalende factor van is. Uit het model blijkt ook, en dit voor de zeven landen, hoe belangrijk onderwijs is om snel weer een baan te vinden. Terugkeren naar de arbeidsmarkt is gemakkelijk voor de jongeren, en wordt vervolgens steeds moeilijker voor de oudere leeftijdscategorieën. In het Verenigd Koninkrijk, Denemarken en Zweden zijn de verschillen tussen de leeftijdsgroepen minder groot, behalve voor de 55- tot 64-jarigen, voor wie de kansen op een nieuwe baan sterk verminderen. Dat ouderen moeilijk terugkeren naar de arbeidsmarkt, is aan verscheidene factoren te wijten, waarvan sommige van institutionele of politieke aard zijn en de afgelopen jaren geleidelijk werden gecorrigeerd. Het geslacht of de echtelijke staat hebben minder invloed op de niveauverschillen in de uitstroom naar werk.

Theoretisch wordt de uitstroom naar werk, behalve door de conjunctuur en structurele factoren, fundamenteel vormgegeven door de organisatie en de efficiënte werking van de werkloosheidsverzekering. Alle empirische studies stellen dat de uitstroom naar werk negatief afhankelijk is van de werkloosheidsduur, wat mogelijk toe te schrijven is aan een ontwaarding van het menselijk kapitaal of aan een selectieverschijnsel in de tijd, waarbij individuen van wie de kenmerken gunstiger zijn, sneller uit de werkloosheid raken.

De aan de EAK ontleende gegevens tonen niet hoe lang de personen die weer een baan vinden, voordien werkloos zijn geweest. Dat heeft een belangrijk gevolg voor internationale vergelijkingen, omdat de transitiegraden lager zijn in landen waar het totale aantal werklozen gemiddeld reeds lang werkloos is. Het Belgische stelsel van werkloosheidsverzekering heeft als bijzonder kenmerk dat het niet beperkt is in de tijd, behalve als de werkzoekende wordt bestraft. Tegenover dat in de andere landen van het staal is het Belgische stelsel een mengeling van een werkloosheidsverzekering en een bijstandsmechanisme. Het percentage langdurig werklozen is met andere woorden institutioneel groter in België dan in alle andere onderzochte landen, omdat deze laatste beschikken over een afzonderlijk stelsel voor personen die zeer lang zonder baan blijven. Omdat de verstreken werkloosheidsduur niet kan worden nagegaan, valt de internationale vergelijking van de transities van werkloosheid naar werkgelegenheid noodzakelijkerwijs ongunstig uit voor België.

Uit de Europese benchmarking blijkt, samengevat, dat de werkgelegenheid in België zeer stabiel is. Ze brengt ook de lage uitstroom naar werkgelegenheid in ons land aan het licht, hoewel die vaststelling deels verband houdt met een statistisch verschijnsel. In een wereld in verandering waar de ontwikkelingen steeds sneller gaan, lijkt het onontbeerlijk dat percentage te verhogen. Het komt er niet alleen op aan om de voorwaarden te scheppen voor een duurzame groei van de economie, maar ook om in te werken op de

mogelijke hefboomen, zoals het onderwijs of het gewicht van de anciënniteit (in samenhang met de leeftijd), onder meer in de beslissingen inzake indienstneming en ontslag (en in de lonen). Het is ook van cruciaal belang om het Belgische systeem van werkloosheidsverzekering begrijpelijker te maken voor de begunstigden, wat de stimulerende aspecten (degressiviteit in de tijd van de uitkeringen, enz.) betreft, zodat de spelregels duidelijk zijn en ze een snellere terugkeer naar de arbeidsmarkt mogelijk maken.

Bibliografie

- Amemiya T. (1981), 'Qualitative Response Models: a Survey', *Journal of Economic Literature*, 19(4), 1483-1536.
- Bachmann R., P. Bechara, A. Kramer en S. Rzepka (2015), 'Labour market dynamics and worker heterogeneity during the Great Recession – Evidence from Europe', *IZA Journal of European Labor Studies*, 4(19).
- Baert S., J. Norga, Y. Thuy en M. Van Hecke (2015), *Getting Grey Hairs in the Labour Market: An Alternative Experiment on Age Discrimination*, IZA Discussion Paper 9289.
- Barnichon R. en Ch. Nekarda (2012), 'The Ins and Outs of Forecasting Unemployment: Using Labor Force Flows to Forecast the Labor Market', *Brookings Papers on Economic Activity*, 45(2), 83-131.
- Becker G. (1973), 'A Theory of Marriage: Part One', *Journal of Political Economy*, 81(4), 813-846.
- Behaghel L., B. Crépon en B. Sédillot (2008), 'The Perverse Effects of Partial Employment Protection Reform: The Case of French Older Workers', *Journal of Public Economics*, 92(3-4), 696-721.
- Casado J. M., C. Fernandez en J. F. Jimeno (2015), *Worker flows in the European Union during the Great Recession*, ECB Working Paper 1862.
- Challe L., F. Fremigacci, F. Langot, Y. L'Horty en L. Du Parquet, (2016), *Access to employment with age and gender: results of a controlled experiment*, 28th EALE Conference, Gent.
- Chetty R. (2008), 'Moral Hazard versus Liquidity and Optimal Unemployment Insurance', *Journal of Political Economy*, 116(2), 173-234.
- Dickens W. T., L. Goette, E. Groshen, S. Holden, J. Messina, M. Schweitzer, J. Turunen en M. Ward (2007), 'How Wages Change: Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project', *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 195-214.
- Dougherty C. (2006), 'The Marriage Earnings Premium as a Distributed Fixed Effect', *Journal of Human Resources*, 41(2), 433-443.
- Dustmann C., B. Fitzenberger, U. Schönberg en A. Spitz-Oener (2014), 'From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy', *Journal of Economic Perspectives*, 28(1), 167-188.
- Elsby M., B. Hobijn en A. Şahin (2013), 'Unemployment Dynamics in the OECD', *Review of Economics and Statistics*, 95(2), 530-548.
- Erhel C. en M. Guergoat-Larivière (2013), 'La mobilité de la main-d'œuvre en Europe: le rôle des caractéristiques individuelles et de l'hétérogénéité entre pays', *Revue économique de Science Po*, 64(2), 309-343.
- Esping-Andersen G. (1999), *Social Foundations of Postindustrial Economies*, Oxford, Oxford University Press.
- Fujita S. en G. Ramey (2009), 'The cyclicalities of separation and job finding rates', *International Economic Review*, 50(2), 415-430.
- Givord P. en E. Maurin (2004), 'Changes in job security and their causes: an empirical analysis for France, 1982-2002', *European Economic Review*, 48, 595-615.
- Hairault J.-O., T. Le Barbanchon en T. Sopraseduth (2015), 'The Cyclicalities of the Separation and Job Finding Rates in France', *European Economic Review*, 76, 60-84.

- Hobijn B. en A. Şahin (2009), 'Job-finding and separation rates in the OECD', *Economics Letters*, 104(3), 107-111.
- Lallemand T. en F. Rycx (2009), 'Are Older Workers Harmful for Firm Productivity?', *The Economist*, 157(3), 273-292.
- OCDE (2013), *Études économiques de l'OCDE: Espagne 2012*, Paris, Éditions OCDE.
- Orsini K. (2014), 'Wage adjustment in Spain: slow, inefficient and unfair?', *Ecfm Country Focus*, 10.
- Palier B. (2011), 'Progressieve dualisering van de Bismarckiaanse stelsels van sociale bescherming', *Belgisch Tijdschrift voor Sociale Zekerheid*, (53)3, 315-335.
- Petrongolo B. en Ch. Pissarides (2008), 'The Ins and Outs of European Unemployment', *American Economic Review*, 98(2), 256-262.
- Shimer R. (2012), 'Reassessing the ins and outs of unemployment', *Review of Economic Dynamics*, 15(2), 127-148.
- Schmieder J. en T. von Wachter (2016), 'The Effects of Unemployment Insurance: New Evidence and Interpretation', *Annual Review of Economics*, 8, 547-581.
- Ward-Warmedinger M. en C. Macchiarelli (2014), 'Transitions in labour market status in EU labour markets', *IZA Journal of European Labor Studies*, 3(17).
- Yashiv E. (2007), 'U.S. Labor Market Dynamics Revisited', *Scandinavian Journal of Economics*, 109(4), 779-806.

Drie gewesten, drie economieën ?

E. Dhyne
C. Duprez (*)

Inleiding

Zijn de productiestructuren in het Vlaams, Waals en Brussels Gewest met elkaar verweven of functioneren ze, integendeel, relatief onafhankelijk van elkaar? Is er veel handelsverkeer tussen de drie gewesten? Die vragen zijn tot dusver in slechts zeer weinig studies grondig behandeld⁽¹⁾. Ze zijn nochtans in diverse opzichten relevant.

Door de opeenvolgende bevoegdheidsoverdrachten, met de zesde staatshervorming als belangrijke stap, werden de bevoegdheden van de gewesten uitgebreid. Het economisch beleid, onder meer inzake regelgevingen en arbeidsmarkt, wordt thans grotendeels in de gewesten gevoerd. Overigens staat de organisatie van de productieketens centraal in de economische literatuur. Een analyse ervan geeft een beter inzicht in de mondialisering, die grote economische gevolgen heeft. Daartoe dienen economen echter nieuwe analyse-instrumenten te ontwikkelen en nieuwe databanken te onderzoeken. In dit artikel wordt gebruik gemaakt van gedetailleerde gegevens van Belgische ondernemingen alsook van de intergewestelijke input-outputtabel en de analyse steunt op het recente onderzoekswerk in de NBB naar de organisatie van de waardecreatieketens⁽²⁾. De – vaak complexe – toegepaste technieken hebben weliswaar beperkingen en de resultaten ervan zijn onderhevig aan een foutenmarge. Die benadering draagt er echter toe bij de complementariteit

van de productiestructuren van elk gewest te typeren, te vergelijken en te beoordelen.

In het eerste hoofdstuk van dit artikel worden de handelsrelaties tussen de Belgische bedrijven behandeld. Het bevat een beschrijving van de organisatie van het binnenlandse productienetwerk en spitst zich toe op de handel in intermediaire goederen en diensten tussen de bedrijven. Dat leidt tot verschillende (voor zover bekend) nieuwe resultaten. Zo is de kans op een handelsrelatie tussen twee bedrijven omgekeerd evenredig aan de geografische afstand die hen scheidt. In dit verband is het opmerkelijk vast te stellen dat, zelfs in een klein land zoals België, de geografische afstand een belangrijke determinant is van het handelsverkeer. Rekening houdend met die geografische dimensie en een aantal economische factoren, wordt het relatieve belang van de intergewestelijke barrières beoordeeld⁽³⁾. Aangezien ze worden uitgedrukt in kilometers, verschaffen ze een eenvoudige en makkelijk te interpreteren maatstaf voor de eventuele problemen om een handelsrelatie aan te knopen met een bedrijf in een ander gewest. Ten slotte worden subnetwerken van sterk met elkaar verweven ondernemingen omschreven, waarbij hun geografische reikwijdte en hun invloed op de intergewestelijke handel worden beklemtoond.

In het tweede hoofdstuk wordt het handelsverkeer tussen de gewesten gekwantificeerd. Het licht de bijdrage toe van elk gewest tot de binnenlandse vraag en de uitvoer van de twee andere gewesten. In dit hoofdstuk wordt ook het belang bepaald van de beide andere gewesten als afzetmarkt voor de waardecreatie van ieder gewest. Voorts wordt het opmerkelijke contrast tussen de bestemmingen van de uitvoer van Vlaanderen en die van Wallonië belicht. Ten slotte wordt eveneens de positie van elk gewest getypeerd alsook de lengte van de productieketens waartoe ze behoren. Het artikel eindigt met een slotbespreking.

(*) Vorige versies van dit artikel werden becommentarieerd door L. Aucremanne, J. De Mulder en L. Dresse (NBB), D. Jinkins (CBS), F. Mayneris (UCL), P. Schott (Yale U.) en J. Tybout (Penn State U.).

(1) Zie Avonds *et al.* (2016) en IWEPS (2016) voor een toelichting van de macro-economische resultaten op basis van de intergewestelijke input-outputtabel 2010.

(2) Zie Dhyne, Magerman en Rubinova (2015), Dhyne en Duprez (2015) en Duprez (2014).

(3) Hoewel er uiteraard geen tarifaire belemmeringen bestaan voor het handelsverkeer tussen de gewesten, kunnen culturele of regelgevende factoren de handel tussen ondernemingen uit verschillende gewesten bemoeilijken. Voor dat soort factoren wordt hier de term 'intergewestelijke barrières' gebruikt.

1. Het intergewestelijk handsverkeer

Om inzicht te verwerven in eventuele gewestelijke barrières voor het handelsverkeer, worden de gegevens over de handelsrelaties tussen de Belgische ondernemingen onderzocht. Die gegevens zijn afkomstig van de individuele aangiften van de klantenbestanden bij de belastingadministratie⁽¹⁾. Voor elke onderneming (gedefinieerd aan de hand van haar btw-nummer) vermelden die aangiften het jaarlijks bedrag van alle transacties die in een gegeven jaar met elke andere Belgische onderneming werden verricht. De data zijn beschikbaar voor de periode 2002-2014. Deze zeer interessante gegevens maken het mogelijk om op micro-economisch niveau te omschrijven hoe het Belgische productieapparaat is georganiseerd; daartoe worden de commerciële relaties tussen een klant en zijn leveranciers beschreven. Ze verstrekken echter enkel informatie over de betrekkingen tussen Belgische ondernemingen, maar niet over de relaties met in het buitenland gevestigde ondernemingen, en ze leveren geen informatie over de leveringen van een onderneming aan de huishoudens of aan de overheid. De in dit hoofdstuk uitgevoerde analyse van het intergewestelijk handelsverkeer focust derhalve op het verhandelen van intermediaire goederen en diensten tussen ondernemingen; de leveringen door ondernemingen om aan de finale vraag te voldoen, worden dus buiten beschouwing gelaten. Er zij eveneens opgemerkt dat de analyse uitsluitend gebaseerd is op de vaststelling van het bestaan van een handelsbetrekking tussen twee ondernemingen; met de bedragen van de transacties wordt geen rekening gehouden. Voor een analyse van de bedragen, van de voor de finale vraag bestemde leveringen en van de relaties met het buitenland wordt in dit artikel de in hoofdstuk 2 toegelichte macrosectorale aanpak verkozen.

1.1 Geografie van het handelsverkeer

De productieprocessen zijn vandaag de dag sterk gefragmenteerd en ondernemingen specialiseren zich in bepaalde segmenten van de productie. Voor de vroegere productiestadia die ze minder goed beheersen – de productie van grondstoffen, componenten, of ondersteunende diensten – verrichten ze intermediaire aankopen bij

leveranciers. De economische theorie leert dat de kosten die verbonden zijn aan het zoeken van een leverancier afhankelijk zijn van geografische (de afstand tussen de beide ondernemingen), economische (de grootte en het type activiteit van de twee ondernemingen), culturele (het eventueel delen van een gemeenschappelijke taal) en zelfs regelgevende factoren (verschillende regelgevingen die de markttoegang kunnen beperken)⁽²⁾.

Teneinde uit te maken welke invloed de geografische factoren op het handelsverkeer hebben, werd nader ingegaan op de economische betrekkingen binnen een zeer grote groep van ondernemingen⁽³⁾. In 2014 bestond die groep uit 321 824 ondernemingen, waarvan 63 % gevestigd was in Vlaanderen, 24 % in Wallonië en 13 % in Brussel (cf. het linkerdeel van Grafiek 1 voor een visualisatie van de locatie van de ondernemingen)⁽⁴⁾.

In 2014 werden 8,9 miljoen bilaterale handelsbetrekkingen opgetekend (cf. Tabel 1). Daarvan betreffen 24 % ondernemingen die gevestigd zijn in verschillende gewesten. In Brussel treft men verhoudingsgewijs de meeste relaties aan met een ander gewest. Maar ook de betrekkingen tussen Vlaanderen en Wallonië zijn niet verwaarloosbaar. Algemeen kan gesteld worden dat, hoewel het handelsverkeer overwegend intragewestelijk verloopt, 49 % van de Belgische ondernemingen betrokken is bij ten minste één intergewestelijke verkoop.

Het aantal handelsbetrekkingen lijkt groot, maar het is slechts goed voor 0,01 % van het potentiële aantal handelsrelaties die de ondernemingen in theorie zouden kunnen aanknopen. Indien iedere onderneming handel zou drijven met alle andere ondernemingen, dan zouden er immers bijna 103,6 miljard handelsbetrekkingen bestaan. Het is uiteraard normaal dat een onderneming slechts een beperkt aantal professionele klanten heeft (en leveranciers). Haar productievermogen is immers niet grenzeloos. Ze maakt

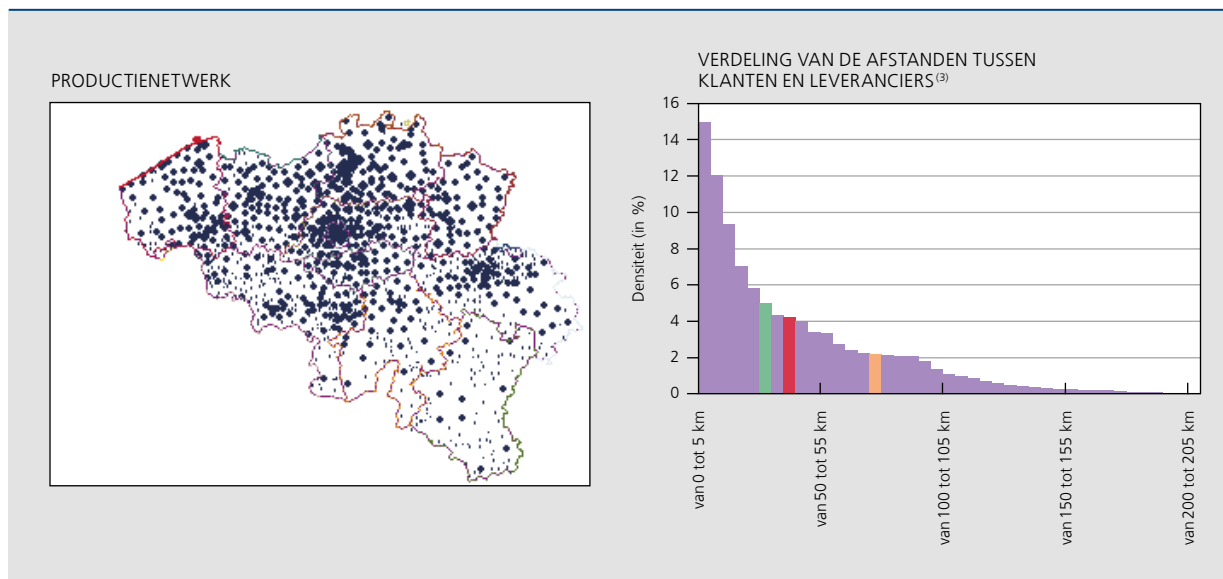
TABEL 1 AANTAL INTRA- EN INTERGEWESTELIJKE HANDELSBETREKKINGEN
(duizenden, in 2014)

	Gewest van de klant		
	Vlaanderen	Wallonië	Brussel
Gewest van de leverancier			
Vlaanderen	5 043,4	569,5	386,8
Wallonië	264,0	1 165,7	163,3
Brussel	557,0	312,5	389,4

Bron: eigen berekeningen.

(1) Cf. Dhyne, Magerman, Rubinova (2015) voor een beschrijving van deze gegevensbank.
 (2) Deze op de graviteitsvergelijkingen gebaseerde aanpak werd tot dusver voornamelijk gehanteerd om de internationale handelsstromen te analyseren. In dit artikel gebeurt dat voor de binnenlandse betrekkingen.
 (3) Tot die groep behoren de ondernemingen die zowel in de Kruispuntbank van ondernemingen als in de Balanscentrale van de Nationale Bank van België zijn ingeschreven. Behoren er niet toe: de ondernemingen die in België geen adres hebben alsook de btw-plichtigen die geen jaarrekeningen neerleggen.
 (4) De locatie van de ondernemingen is uitsluitend gebaseerd op de postcode van hun hoofdkantoor. Dat criterium is echter niet feilloos. Het zorgt meer bepaald voor een vertekening doordat het relatieve belang van het Brussels Gewest vergroot wordt ten nadele van de twee andere gewesten.

GRAFIEK 1 LOCATIE VAN DE BELGISCHE ONDERNEMINGEN⁽¹⁾ EN VERDELING VAN DE AFSTANDEN VAN DE HANDELSBETREKKINGEN⁽²⁾
(in 2014)



Bron: eigen berekeningen.

- (1) In de analyse worden enkel de ondernemingen beschouwd die geregistreerd zijn bij de Balanscentrale en waarvoor men over de postcode van het hoofdkantoor en over de bedrijfstak beschikt, op het tweecijferniveau van de NACE Rev.2. De locatie van de ondernemingen is uitsluitend gebaseerd op de postcode van hun hoofdkantoor. Dat criterium zorgt voor een vertekening doordat het relatieve belang van het Brussels Gewest vergroot wordt ten nadele van de twee andere gewesten.
- (2) De afstand tussen een klant en zijn leverancier is de afstand gemeten in vogelvucht. Voor twee in dezelfde gemeente gevestigde ondernemingen wordt die afstand arbitrair bepaald op 0, aangezien de locatie van de ondernemingen enkel gebeurt op basis van de postcode en niet van het volledige adres van de ondernemingen. Ieder staaf stelt een interval van 5 km voor (in het interval 0-5 km bevinden zich dus de handelsbetrekkingen tussen de bedrijven uit eenzelfde gemeente en die tussen ondernemingen die gevestigd zijn in gemeenten die op ten hoogste 5 km afstand liggen).
- (3) De groene staaf verwijst naar de opgetekende mediaanafstand (25 km), de rode staaf naar de opgetekende gemiddelde afstand (38 km) en de bruine staaf naar de theoretische gemiddelde afstand die een willekeurige organisatie van het handelsverkeer zou kenmerken (72 km).

bovendien deel uit van systemen waarbij slechts een beperkt aantal ondernemingen betrokken zijn. Zo is het weinig waarschijnlijk dat een in de zware metaalnijverheid gespecialiseerde onderneming een reclamebureau onder haar klanten telt. Meer bepaald beheert slechts 10% van de ondernemingen een portefeuille van meer dan 100 professionele klanten. Aan het andere uiteinde van het spectrum heeft meer dan 10% van de ondernemingen slechts één enkele klantonderneming. De mediaanonderneming van haar kant beheert een portefeuille van vijf professionele klanten⁽¹⁾.

Ook de analyse van de geografie van het handelsverkeer is zeer leerrijk (cf. het rechterdeel van Grafiek 1). Zelfs in een klein land zoals België blijken de economische relaties geografisch sterk geconcentreerd te zijn. Zo vindt 15% van de opgetekende handelsbetrekkingen plaats tussen twee ondernemingen die zich op minder dan 5 km van elkaar bevinden, waarvan bijna de helft twee ondernemingen betreft die in dezelfde gemeente gevestigd zijn. Meer algemeen beschouwd, belopen de mediaan- en de gemiddelde afstand respectievelijk 25 en 38 km. Bij amper 10% van de handelsrelaties gaat het om een afstand

van meer dan 92 km. Ter vergelijking: de theoretische gemiddelde afstand tussen twee willekeurig gekozen ondernemingen zou in België 72 km bedragen en de langste afstand die in ons staal is vastgesteld, namelijk tussen de gemeenten Oostende en Aubange, bedraagt 277 km.

Teneinde te beoordelen wat de impact is van de geografische dimensie op de handelsbetrekkingen tussen ondernemingen, werd door middel van een probitvergelijking een model opgesteld dat moet nagaan hoe waarschijnlijk het is dat er tussen twee ondernemingen een handelsbetrekking bestaat. Dit type van modelvorming maakt het mogelijk het relatieve belang te kwantificeren van de gewestelijke barrières voor het handelsverkeer tussen ondernemingen, rekening houdend met hun locatie. Die controle is immers belangrijk. De gemiddelde afstand tussen een leverancier en zijn klant bedraagt 32 km als de twee ondernemingen in hetzelfde gewest gevestigd zijn, terwijl hij 82 km bedraagt als de ene onderneming zich in Vlaanderen bevindt en de andere in Wallonië. Die grotere afstand kan deels verklaren waarom er minder intergewestelijke handelsrelaties zijn.

Naar het voorbeeld van de graviteitsvergelijkingen die in de internationale economie worden gebruikt, werd in

(1) Als klant worden enkel die ondernemingen beschouwd die in ons staal zijn opgenomen. De handelsrelaties met buitenlandse ondernemingen of met huishoudens worden dus buiten beschouwing gelaten.

TABEL 2 RAMINGEN VAN DE WAARSCHIJNLIJKHEID VAN EEN HANDELSRELATIE

(tussen een leverancier *i* en een klant *j*, gemiddelde marginale effecten × 1000⁽¹⁾, 2014)

	(1)	(2)	(3)	(4) <i>i</i> en <i>j</i> in de industrie	(5) <i>i</i> in de ondersteunende diensten
Afstand tussen <i>i</i> en <i>j</i> (km)	-0,007***	-0,007***	-0,005***	-0,014***	-0,005***
<i>i</i> en <i>j</i> niet in dezelfde gemeente	-2,033***	-1,992***	-1,960***	-5,053***	-1,278***
<i>i</i> in Vlaanderen, <i>j</i> in Wallonië ⁽²⁾	-0,144***	-0,145***	-0,055**	-0,096	-0,139***
<i>i</i> in Vlaanderen, <i>j</i> in Brussel ⁽²⁾	-0,245***	-0,238***	-0,150***	-0,266	-0,159***
<i>i</i> in Wallonië, <i>j</i> in Vlaanderen ⁽²⁾	-0,427***	-0,485***	-0,150***	-0,617	-0,244***
<i>i</i> in Wallonië, <i>j</i> in Brussel ⁽²⁾	-0,359***	-0,392***	-0,072**	-0,351	-0,110
<i>i</i> in Brussel, <i>j</i> in Vlaanderen ⁽²⁾	0,046**	-0,002	0,028	-0,433	0,020
<i>i</i> in Brussel, <i>j</i> in Wallonië ⁽²⁾	0,190***	0,148***	0,154***	-0,015	0,176**
Grootte van <i>i</i>	-	0,220***	0,225***	0,557***	0,198***
Grootte van <i>j</i>	-	0,156***	0,159***	0,652***	0,148***
<i>i</i> en <i>j</i> niet in dezelfde bedrijfstak	-	-0,300***	-0,239***	-2,734***	-0,663***
Geen financieel verband tussen <i>i</i> en <i>j</i>	-	-301,8***	-278,3***	-	-
<i>i</i> en <i>j</i> niet in hetzelfde subnetwerk in 2014	-	-	-0,377***	-0,725***	-0,314***
<i>i</i> en <i>j</i> niet in hetzelfde subnetwerk in 2013 en 2014	-	-	-0,232***	-0,911***	-0,198***
Branchespecifieke binaire variabelen van <i>i</i> en <i>j</i> . .	Neen	Ja	Ja	Ja	Ja
Pseudo R ²	0,059	0,200	0,225	0,202	0,216

Bron: eigen berekeningen.

(1) De grootte van de leverancier en die van de klant worden gemeten in log van de werkgelegenheid in voltijds equivalenten. De bedrijfstak wordt gedefinieerd volgens de nomenclatuur NACE Rev2 op tweecijferniveau. Een financieel verband wijst erop dat een onderneming (leverancier of klant) een participatie heeft in de andere. De branchespecifieke binaire variabelen hebben betrekking op de bedrijfstakken van de leverancier en van de klant afzonderlijk beschouwd. Om de probitregressie uit te voeren, werden willekeurig ondernemingsparen geselecteerd die onderling geen handel drijven en die werden toegevoegd aan ons staal van vastgestelde relaties. Er werd gebruik gemaakt van de aangepaste econometrische technieken om te corrigeren voor de door deze methodologie geïntroduceerde streekproefvertekening (Manski en Lerman, 1977). De symbolen ***, ** en * wijzen erop dat het gemiddeld marginaal effect significant is op respectievelijk 1 %, 5 % en 10 %.

(2) Met als referentie de intragevestelijke handelsrelatie van *i* (de leverancier). Die barrière is een raming van het effect dat een onderneming uit een gegeven gewest ondervindt als ze verkoopt aan een onderneming uit een van de twee andere gewesten.

eerste instantie een model opgesteld van de waarschijnlijkheid dat twee ondernemingen onderling handel drijven op grond van een geheel van geografische kenmerken, namelijk de afstand die hen scheidt, een variabele die weergeeft of de twee ondernemingen in dezelfde gemeente gevestigd zijn en een reeks variabelen die de betrokken gewesten aangeven⁽¹⁾ (cf. Tabel 2).

De geografische dimensie is evenwel niet de enige factor die speelt bij de organisatie van het binnenlands productienetwerk. Enkel op basis van de afstand zou trouwens niet kunnen worden verklaard waarom de handelsbetrekkingen tussen twee gewesten asymmetrisch verlopen. Er spelen ook economische factoren. Daarom werden in een tweede specificatie economische

kenmerken toegevoegd van de 'leveranciers'- en van de 'klant'-onderneming, bijvoorbeeld hun respectieve grootte, hun respectieve bedrijfstak, een variabele die aangeeft of ze in dezelfde branche actief zijn en een variabele die weergeeft of de ene een financiële participatie heeft in de andere⁽²⁾.

De specificaties (1) en (2) zijn geraamd op basis van een staal van 132 981 ondernemingen die in 2014 elk ten minste één werknemer in dienst hadden. De resultaten bevestigen dat de geografische afstand een significante impact heeft op de waarschijnlijkheid van een handelsrelatie tussen twee ondernemingen: hoe verder ze van elkaar verwijderd zijn, hoe kleiner de kans is dat ze handel drijven met elkaar. Evenzo is het veel minder waarschijnlijk dat ondernemingen die in verschillende gemeenten gevestigd zijn, die in verschillende bedrijfstakken actief zijn of die onderling geen financiële band hebben, met elkaar een handelsrelatie zullen onderhouden. Deze diverse variabelen geven zoekkosten weer die stijgen naarmate de geografische

(1) De intragevestelijke relatie van het gewest van de leverancier dient als referentie.

(2) Er zij aangestipt dat we niet nagaan of de onderneming een vestiging heeft in een ander gewest. We controleren evenmin de productie-efficiëntie van de leverancier of van de klant. Deze beide kenmerken kunnen echter indirect – zij het niet volledig nauwkeurig – worden gecontroleerd door de grootte van de onderneming. Grote bedrijven hebben immers vaker diverse vestigingen en ze zijn doorgaans productiever.

of economische afstand tussen de leverancier en zijn potentiële klant groter is. Voor grote ondernemingen blijven die kosten evenwel beperkt.

Aan de hand van de verschillende intergewestelijke binaire variabelen kan worden nagegaan hoe groot de barrières voor het intergewestelijk handelsverkeer zijn. Teneinde een en ander gemakkelijker te kunnen interpreteren, kan de impact van die obstakels op de waarschijnlijkheid van een handelsrelatie worden omgezet in door het oversteken van een gewestgrens impliciet geïnduceerde supplementaire kilometers⁽¹⁾. Behalve voor de in het Brussels Gewest gevestigde ondernemingen die kennelijk gemakkelijker handel drijven met bedrijven buiten hun eigen gewest⁽²⁾, geven de ramingen aan dat het voor een onderneming relatief moeilijker is om in een ander gewest een klant te vinden. Nemen we het voorbeeld van een Vlaamse leverancier en twee identieke potentiële klanten, de ene in Vlaanderen, de andere in Wallonië, die zich dus op gelijke afstand van de leverancier bevinden en dezelfde economische kenmerken vertonen. Voor een Vlaamse leverancier behelst het tot stand brengen van een handelsrelatie met de Waalse klant, veeleer dan met de klant uit zijn eigen gewest, volgens de ramingen een impliciete extra afstand van ongeveer 20 km. Hierdoor verkleint de kans dat er aan de Waalse onderneming goederen en diensten zullen worden verkocht, in vergelijking met de verkopen aan haar Vlaamse tegenhanger. Voor een Waalse leverancier is de intergewestelijke barrière aanzienlijker. Ze wordt geraamd op bijna 70 km voor een Waalse onderneming die aan een Vlaams bedrijf wenst te verkopen veeleer dan aan een voor het overige identiek Waals bedrijf. Om te verkopen aan een Brussels

bedrijf, ten slotte, staan een Vlaamse en een Waalse onderneming voor een intergewestelijke barrière van respectievelijk 40 en 60 km.

1.2 Geografie van de productiesystemen

De in de voorgaande paragraaf geraamde gewestelijke barrières kunnen weliswaar te maken hebben met culturele of regelgevende factoren, maar ze kunnen ook wijzen op niet overeenstemmende productiesystemen. Waarom zou een onderneming uit het arrondissement Kortrijk handel drijven met een onderneming uit het arrondissement Virton als eerstgenoemde gespecialiseerd is in elektronische onderdelen en laatstgenoemde in houtproductie?⁽³⁾ Overigens werden ook eventuele netwerkeffecten buiten beschouwing gelaten. De relatie tussen een klant en een andere klant van eenzelfde leverancier verloopt wellicht gemakkelijker dan die tussen twee bedrijven die geen enkele gemeenschappelijke band hebben.

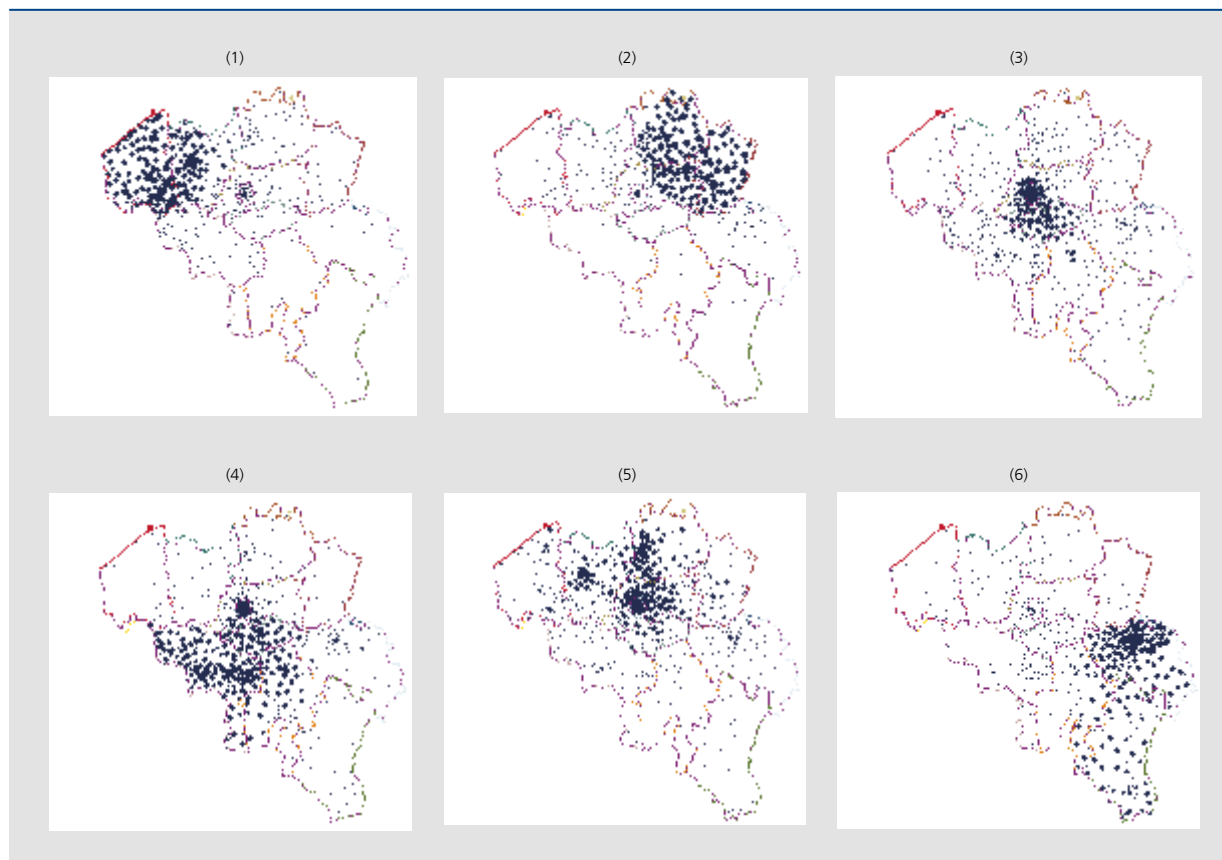
De theorie van de netwerken verschaft een methodologische aanpak die het mogelijk maakt om met die beide aspecten rekening te houden door groepen individuen of ondernemingen te isoleren die potentieel meer met elkaar verbonden zijn. Aan de hand van de 'community detection'-methode⁽⁴⁾ kunnen groepen ondernemingen worden afgezonderd die vermoedelijk meer dan gemiddeld onderling handel zullen drijven. Die groepen, waarnaar hieronder wordt verwezen als 'economische subnetwerken', impliceren dat de ondernemingen tot gemeenschappelijke productiesystemen behoren, maar ook dat er – met name indirecte – links zijn welke die ondernemingen potentieel met elkaar verbinden. De methodologische aanpak neemt per definitie de geografische dimensie van het handelsverkeer niet in aanmerking, in die zin dat geen rekening wordt gehouden met de geografische afstand tussen de bedrijven⁽⁵⁾.

Vooraleer de resultaten toe te lichten, dient aangestipt te worden dat de economische subnetwerken verkregen worden op basis van de handelsbetrekkingen die voor een gegeven jaar worden opgetekend. Voor 2014 resulteert de toepassing van die methode in een totaal van achttien subnetwerken. Deze subnetwerken kunnen echter van jaar tot jaar verschillen. Teneinde er de structurele component uit te lichten, werden de 'subnetwerken 2013-2014' gedefinieerd als de subsets van bedrijven die zowel in 2014 als in 2013 tot hetzelfde subnetwerk behoorden. Die oefening werd tevens herhaald voor de hele periode 2002-2014. Daaruit blijkt dat de voornaamste subnetwerken 2013-2014 vrij stelselmatig voorkomen tijdens de hele periode.

Ter illustratie: grafiek 2 biedt een overzicht van de zes voornaamste subnetwerken 2013-2014. Deze

- (1) Om de impact van de intergewestelijke binaire variabelen in km uit te drukken, moet het marginaal effect van iedere intergewestelijke binaire variabele gedeeld worden door het marginaal effect van de afstand.
- (2) Dat resultaat wordt vermoedelijk beïnvloed door de aanwezigheid, in Brussel, van de hoofdkantoren van een groot aantal ondernemingen die vestigingen hebben in de beide andere gewesten.
- (3) Dergelijke effecten worden door de branchespecifieke binaire variabelen uit onze tweede specificatie slechts onvolledig gevat aangezien de bedrijfstakken van de leverancier en van de klant afzonderlijk en niet gezamenlijk worden geïntroduceerd. Die branchespecifieke binaire variabelen weerspiegelen dus branchespecifieke verschillen in termen van gemiddeld aantal klanten of leveranciers, maar niet het feit dat een handelsrelatie waarbij bijvoorbeeld ondernemingen betrokken zijn uit branche 02 'Bosbouw en exploitatie van bossen' en branche 26 'Fabricage van elektronische, optische en informaticaproducten' minder waarschijnlijk is dan een transactie waarbij bedrijven betrokken zijn uit branche 01 'Teelt van gewassen, veeteelt, jacht en aanverwante diensten' en uit branche 10 'Voedingsnijverheid'.
- (4) 'Community detection' is de gebruikelijke technische term. Om de dubbelzinnigheid van de term 'Gemeenschap' in de Belgische context te vermijden, geven wij echter de voorkeur aan de term 'detectie van subnetwerken'. De op een graaf of netwerk toegepaste 'community detection'-methode heeft veel weg van een 'data clustering'-techniek en beoogt aan te geven op welke manier het netwerk het best kan worden gesplitst in onderling met elkaar verbonden subnetwerken. Aan de hand van detectiealgoritmen, zoals het Louvain-algoritme, wordt getracht subsets van individuen te detecteren (in ons geval van ondernemingen) die mogelijkwijs onderling met elkaar verbonden zijn. Er zij beklemtoond dat twee bedrijven in hetzelfde subnetwerk niet noodzakelijkerwijs handel drijven met elkaar, maar dat ze indirect betrekkingen onderhouden via gemeenschappelijke klanten of gemeenschappelijke leveranciers of klanten van klanten... De gedetailleerde uiteenzetting van die methode valt buiten het bestek van dit artikel. De geïnteresseerde lezer wordt verwezen naar het artikel van Blondel *et al.* (2008).
- (5) Er zij echter opgemerkt dat de netwerkeffecten verband kunnen houden met een zekere geografische nabijheid.

GRAFIEK 2 DE ZES VOORNAAMSTE ECONOMISCHE SUBNETWERKEN ⁽¹⁾
(2013-2014)



Bron: eigen berekeningen.

(1) Op basis van het 'community detection'-algoritme van Louvain, toegepast op de in 2013 en 2014 vastgestelde handelsbetrekkingen.

vertegenwoordigen in totaal 64 % van de werkgelegenheid en 60 % van de toegevoegde waarde van het staal van ondernemingen, alsook de helft van de uitvoer. De subnetwerken (1), (2) en (5) bestaan overwegend uit Vlaamse ondernemingen. Subnetwerk (1), het belangrijkste, bestaat uit 40 507 ondernemingen, waarvan er 97 % gevestigd is in Vlaanderen (hoofdzakelijk in West- en Oost-Vlaanderen). Subnetwerk (2) omvat 39 504 ondernemingen, waarvan 99 % Vlaamse (meer bepaald uit de provincies Antwerpen en Limburg). Subnetwerk (5), met 28 247 ondernemingen, bestaat uit 75 % Vlaamse, 20 % Brusselse en 5 % Waalse ondernemingen (voornamelijk uit de provincie Vlaams-Brabant, een gedeelte van de provincies Antwerpen en Oost-Vlaanderen en het Brussels Gewest).

De subnetwerken (4) en (6) zijn overwegend Waals. Subnetwerk (4) telt 32 402 ondernemingen, waarvan 80 % gevestigd is in Wallonië (meer bepaald in Henegouwen, Waals-Brabant en Namen), 15 % in Brussel en 5 % in Vlaanderen. Subnetwerk (6)

omvat 22 961 ondernemingen, waarvan 98 % Waals is (voornamelijk in de provincies Luik en Luxemburg). Subnetwerk (3) van zijn kant is hoofdzakelijk Brussels. Het telt 33 608 ondernemingen, waarvan 60 % gevestigd is in Brussel, 15 % in Vlaanderen en 25 % in Wallonië. Er zij evenwel opgemerkt dat er in ieder subnetwerk grote Brusselse ondernemingen aanwezig zijn die een belangrijke rol spelen als intermediair tussen de verschillende gewesten. Er zij eveneens aangestipt dat hoewel de diverse subnetwerken elk een specifiek geografisch kader hebben, ze qua economische structuur relatief weinig verschillen. Ter informatie: enkel in het subnetwerk (1) is de nijverheid relatief dominant (met name de textielnijverheid en de vervaardiging van machines en diverse werktuigen).

De geografische dimensie van de economische subnetwerken is sterk uitgesproken. De in paragraaf 1.1 geraamde barrières voor de intergewestelijke handel weerspiegelen dus deels die segmentering van de productiestructuren. Op basis van de diverse economische

subnetwerken worden echter even weinig relaties vastgesteld tussen in West-Vlaanderen en in Limburg gevestigde ondernemingen als tussen ondernemingen uit West-Vlaanderen en Waals-Brabant. Een derde raming introduceert derhalve twee supplementaire variabelen om rekening te houden met het effect van economische subnetwerken (cf. Tabel 2). De eerste variabele geeft aan of de klant en de leverancier zowel in 2013 als in 2014 tot hetzelfde subnetwerk behoorden, de tweede of ze alleen maar in 2014 deel uitmaakten van hetzelfde subnetwerk. Deze laatste variabele houdt dus rekening met de in 2014 nieuw tot stand gekomen handelsbetrekkingen.

De resultaten van de derde specificatie bevestigen het belang van de economische subnetwerken. De afstand blijkt namelijk met ongeveer 120 km toe te nemen als de leverancier en de klant noch in 2013, noch in 2014 tot hetzelfde subnetwerk behoorden. In 2014 wél deel uitmaken van hetzelfde subnetwerk, maar niet in 2013 verlengt de afstand impliciet reeds met 75 km. Tot eenzelfde economisch subnetwerk behoren blijkt het handelsverkeer dus sterk te vergemakkelijken.

Het feit dat rekening wordt gehouden met de economische subnetwerken blijft niet zonder gevolgen voor de raming van de gewestelijke barrières (cf. Grafiek 3). De barrières Vlaanderen-Wallonië en Wallonië-Vlaanderen worden hierdoor op respectievelijk 10 en 30 km geraamd. In vergelijking met de ramingen in paragraaf 1.1 zijn die barrières met de helft verminderd. De relatieve handicap van de Waalse leveranciers blijft echter groot, gelet op de oppervlakte van België.

Tot dusver werden de intergewestelijke barrières in hun geheel geanalyseerd. De vraag kan echter worden gesteld of ze alle bedrijfstakken in dezelfde mate treffen dan wel of ze, omgekeerd, meer gelden voor bepaalde soorten van verhandelde goederen of diensten? Om die vraag te beantwoorden, werden twee extra ramingen gemaakt (cf. Tabel 2). De raming van specificatie (4) is uitsluitend gebaseerd op de relaties tussen industriële ondernemingen, terwijl specificatie (5) enkel betrekking heeft op de handelsbetrekkingen waarbij de leverancier actief is in de branches van ondersteunende diensten⁽¹⁾. Het eerste substaal dekt aldus het handelsverkeer waarbij het voornamelijk gaat om goederenoverdrachten tussen ondernemingen, terwijl het tweede betrekking heeft op immaterieel handelsverkeer waarvoor de culturele barrières groter zouden

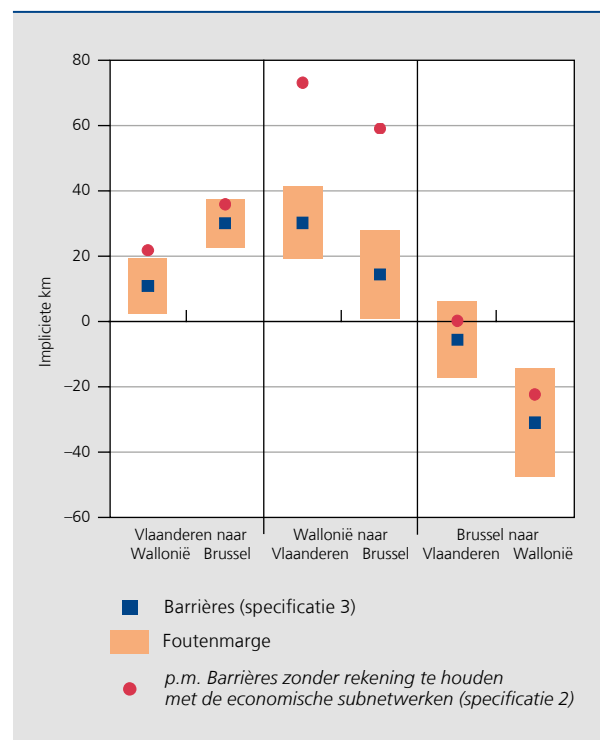
(1) In specificatie (4) worden enkel de industriële klanten beschouwd om te voorkomen dat het beroep doen op handels- of transportbedrijven de resultaten zou beïnvloeden. In specificatie (5) wordt rekening gehouden met alle potentiële klanten.

moeten zijn vermits er in grotere mate interpersoonlijke relaties mee gemoeid zijn.

De resultaten van de specificaties (4) en (5) zijn duidelijk verschillend. Voor de louter industriële relaties is er geen enkele significante intergewestelijke barrière meer. Sommige coëfficiënten hebben weliswaar een hoge waarde, maar die waarde was nooit significant verschillend van 0. Voor de leveranciers van ondersteunende diensten, daarentegen, blijven de barrières aanzienlijk.

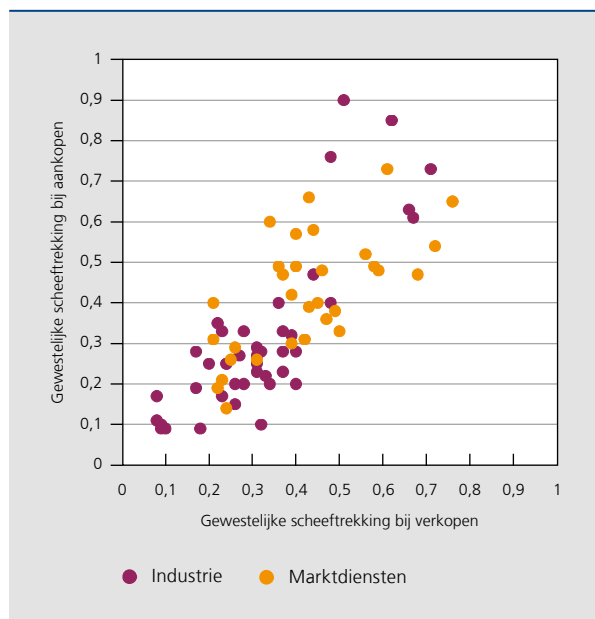
Er werd een bijkomende test uitgevoerd om na te gaan of er voor de consumptie van sommige specifieke producten een gewestelijke scheef trekking speelt. Daartoe werd gebruik gemaakt van de branchespecifieke gegevens uit de intergewestelijke input-outputtabel 2010. Voor iedere bedrijfstak wordt de vastgestelde gewestelijke verdeling van de verkopen vergeleken met een theoretische verdeling. Bij deze laatste wordt de eventuele gewestelijke scheef trekking geneutraliseerd. Hetzelfde wordt gedaan voor de aankopen. Uiteindelijk wordt iedere bedrijfstak gekenmerkt door een dubbele indicator van gewestelijke scheef trekking, de ene in het kader van de (intermediaire en finale) verkopen en de andere in het kader van de

GRAFIEK 3 RAMING VAN DE BARRIÈRES VOOR HET INTERGEWESTELIJK HANDELSVERKEER
(uitgedrukt in supplementaire km, in 2014)



Bron: eigen berekeningen.

GRAFIEK 4 GEWESTELIJKE SCHEEFFTREKKINGEN PER BEDRIJFSTAK⁽¹⁾



Bronnen: eigen berekeningen op basis van de tabellen die zijn opgesteld in het kader van de tussen het FPB, het BISA, de SVR en het IWEPs gesloten overeenkomst 'Gewestelijke monetaire input-outputtabellen voor België voor het jaar 2010'.

(1) De gewestelijke scheefftrekkingen worden volgens de volgende methode geconstrueerd. Voor ieder paar i - j (i is de leverende bedrijfstak, j de aankopende bedrijfstak of de finale vraag), verschaft de intergewestelijke input-outputtabel een gewestelijke verdeling in de vorm van een matrix $[3 \times 3]$. De gewestelijke scheefftrekking van ieder paar (i, j) wordt verkregen als de verhouding tussen (1) het kwadraat van de som van de verschillen tussen de vastgestelde gewestelijke verdeling en een theoretische gewestelijke verdeling en (2) de variantie van de negen elementen van de matrix van de gewestelijke verdeling. De theoretische verdeling wordt geconstrueerd door de gewestelijke verdeling van de aankopen (verkopten) van de bedrijfstak j bij (aan) de bedrijfstak i af te zetten tegen de gewestelijke verdeling van de productie i (verkopten van j). Voor een bedrijfstak i is de gewestelijke scheefftrekking bij de verkoop gelijk aan de gewogen som van de scheefftrekkingen (i, j) , gewogen met het gewicht van bedrijfstak j als klant. Voor een bedrijfstak j is de gewestelijke scheefftrekking bij de aankoop gelijk aan de gewogen som van de scheefftrekkingen (i, j) , gewogen met het gewicht van bedrijfstak i als leverancier.

(intermediaire) aankopen. Hoe hoger deze indicatoren, hoe groter de gewestelijke scheefftrekking.

Algemeen beschouwd, stemmen de resultaten van deze oefening overeen met de econometrische resultaten die zijn verkregen voor de specificaties (4) en (5) uit Tabel 2. De gewestelijke scheefftrekking is groter bij de diensten dan in de industrie (cf. Grafiek 4)⁽¹⁾. De verschillen inzake regelgeving, cultuur of taal zijn wellicht hinderlijker voor dienstverleners dan voor industriëlen van wie de productie universeler van aard is. Bijvoorbeeld: de autoconstructie, de textielnijverheid en de voedingsnijverheid zijn sterk geïntegreerd, terwijl de gewestelijke scheefftrekking relatief groot is voor het verschaffen van accommodatie, voor informaticadiensten, voor juridische en boekhoudkundige activiteiten en voor andere gespecialiseerde en technische activiteiten. Er zijn echter enkele uitzonderingen. Zo zijn de groothandel, de terbeschikkingstelling van personeel, het zee- en het wegvervoer relatief goed

geïntegreerd. En wat de industrie betreft, zijn de winning, de behandeling en de distributie van water, de productie, het vervoer en de distributie van elektriciteit, maar ook de vervaardiging van glas en de farmaceutische nijverheid sterk gewestelijk georganiseerd.

2. De gewesten in de waardeketens

Tot dusver werden diverse elementen nog buiten beschouwing gelaten, zoals de leveringen van goederen en diensten aan de finale vraag (de huishoudens of de overheid) van de verschillende gewesten, de waarde van de handel tussen de gewesten en hun economische relaties met het buitenland. Die elementen worden in dit hoofdstuk behandeld. Daartoe wordt hoofdzakelijk gesteund op de intergewestelijke input-outputtabel voor 2010⁽²⁾. Om de positie van het binnenlandse productiesegment in de mondiale waardeketens te bepalen, werd tevens gebruik gemaakt van de mondiale input-outputmatrix WIOD voor het jaar 2010. Dankzij dat mondiale macro-economische kader kan de plaats van de gewesten in de mondiale waardeketens worden vastgesteld.

De macro-economische analyse heeft echter ook enkele beperkingen. De op macrosectoraal niveau verkregen resultaten zijn immers onderhevig aan een foutenmarge, aangezien wordt uitgegaan van een volkomen homogene productie in elke bedrijfstak (cf. Bijlage). Bovendien is de mondiale input-outputmatrix geen officiële statistiek en werden arbitrages toegepast om deze samen te stellen⁽³⁾. Daarenboven is de intergewestelijke input-outputtabel enkel voor 2010 beschikbaar. Alle resultaten in dit hoofdstuk hebben derhalve uitsluitend betrekking op 2010. Er kan dus geen uitspraak worden gedaan over eventuele recente ontwikkelingen, ook al wijzen de in hoofdstuk 1 gebruikte tests op micro-economische gegevens op een zekere stabiliteit in de organisatie van de productieketens.

2.1 Oorsprong van de goederen en diensten in de drie gewesten

Om te beginnen rijst de vraag waar de in de drie gewesten geconsumeerde (of geïnvesteerde⁽⁴⁾) goederen en

(1) Interessant is dat, algemeen beschouwd, de bedrijfstakken waarvan de verkopen op gewestelijk vlak aanzienlijk zijn scheeffgetrokken, blijkbaar hetzelfde ervaren voor hun aankopen (cf. Grafiek 4). De meeste punten zijn immers geconcentreerd rond een rechte op 45°. Er is dus zowel bij de aan- als bij de verkopen sprake van een gewestelijke scheefftrekking.

(2) Deze tabel werd uitgewerkt in het kader van de tussen het FPB, het BISA, de SVR en het IWEPs overeengekomen 'Gewestelijke monetaire input-outputtabellen voor België voor het jaar 2010'.

(3) De mondiale input-outputmatrix wordt niet gevalideerd door de nationale instellingen voor statistiek. Incoherenties met de nationale statistieken kunnen dus niet worden uitgesloten.

(4) Per definitie omvat de binnenlandse finale vraag de consumptieve bestedingen van de huishoudens, de instellingen zonder winsttoegemerk (IZW) en de overheid, alsook de investeringen (bruto-investeringen in vaste activa).

diensten vandaan komen. Er bestaan verschillende manieren om dat te onderzoeken. Zo kan worden nagegaan wie de leveranciers van die goederen en diensten zijn. Gelet op de fragmentatie van de productieketens, zijn het echter niet noodzakelijk die directe leveranciers die het meest bijdragen tot de vervaardiging van die producten. In sommige gevallen spelen ze enkel een rol als tussenhandelaar, die vooraf aangekochte producten weer verkoopt. Zelfs als dat niet zo is, creëren producerende leveranciers niet de volledige waarde van hun producten. Om te produceren, kopen ze bij andere bedrijven vooraf intermediaire goederen of diensten (grondstoffen, energiedragers, componenten, ondersteunende diensten, enz.). Dat blijkt uit het aantal handelsrelaties (cf. hoofdstuk 1). In dit hoofdstuk wordt niet alleen aandacht besteed aan de directe leveranciers, maar aan alle (binnen- of buitenlandse) producenten die hebben meegewerkt aan de vervaardiging van de geconsumeerde of geïnvesteerde producten.

De bijdrage van ieder van die opeenvolgende producenten, dat wil zeggen hun aan de eindproducten toegevoegde waarde, kan worden geraamd. Het is deze toegevoegde waarde die voor de bedrijven inkomsten en werkgelegenheid genereert. De redenering is zowel van toepassing op individuele bedrijven als op een geheel van ondernemingen in een gewest of een land⁽¹⁾. De totale bijdragen van het buitenland en van elk gewest worden aldus verkregen door een eenvoudige aggregatie van de toegevoegde waarden van de bedrijven. Die maatstaf zal hieronder worden gehanteerd om hun respectieve participatie aan de binnenlandse finale vraag te ramen. Daarbij zij opgemerkt dat die benadering in zekere zin losstaat van de concrete vorm van de betreffende producten. Zo consumeert een huishouden bij de aankoop van een mobiele telefoon in feite koper, aardolie, chemische activiteiten, assemblageactiviteiten, commerciële diensten, vervoerdiensten en logistieke diensten, reclamediensden, enz.

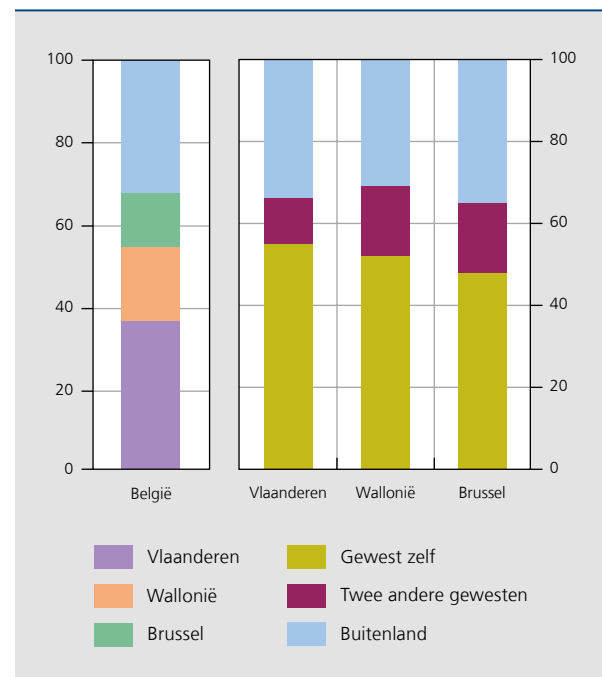
Een groot deel van de waarde van de in België geconsumeerde of geïnvesteerde goederen en diensten is afkomstig uit andere landen: hun bijdrage belooft 33 % (cf. Grafiek 5). Daartoe behoort de waarde van de eindproducten die in onveranderde staat worden geconsumeerd of geïnvesteerd. Die bijdrage omvat tevens de waarde van de intermediaire invoer die wordt gebruikt in de binnenlandse productieprocessen waarmee aan de Belgische finale vraag wordt voldaan. De rest van de in België geconsumeerde of geïnvesteerde waarde wordt in België gecreëerd. De bijdragen van het Vlaams, Waals

en Brussels Gewest tot de Belgische binnenlandse vraag bedragen respectievelijk 37 %, 18 % en 13 %.

De gewestelijke benadering maakt het mogelijk een stap verder te gaan door de bijdragen tot de binnenlandse finale vraag van elk gewest te ramen. De Vlaamse binnenlandse finale vraag blijkt de grootste consument te zijn van in het eigen gewest gecreëerde toegevoegde waarde, met 55 %, tegen 52 % voor Wallonië en 48 % voor Brussel. De finale vraag van elk gewest steunt evenwel in aanzienlijke mate op de waarde uit de beide andere gewesten. De bijdrage van het Waals en Brussels Gewest bedraagt 11 % van de finale vraag in Vlaanderen, tegen een bijdrage van 34 % voor het buitenland. De twee andere gewesten zijn dus goed voor bijna een vierde van de door Vlaanderen geconsumeerde of geïnvesteerde externe waarde, terwijl de overige drie vierde uit het buitenland komt. Voor Wallonië en Brussel is een derde van de externe bijdrage afkomstig uit de twee andere gewesten, tegen twee derde uit het buitenland.

De Belgische productie wordt niet volledig in België geconsumeerd; een deel ervan wordt uitgevoerd. Om de participatie van de verschillende gewesten aan de uitvoer

GRAFIEK 5 GEWESTELIJKE BIJDAGEN TOT DE BINNENLANDSE FINALE VRAAG
(in %⁽¹⁾, 2010)



(1) Een van de meest gebruikte aggregaten in de economie is het bbp, dat gelijk is aan de bruto toegevoegde waarde tegen basisprijzen (€ 326,5 miljard in België, in 2010) plus de productgebonden belastingen ongerekend subsidies (€ 38,6 miljard in 2010). Alle in deze analyse toegelichte resultaten hebben evenwel enkel betrekking op de toegevoegde waarde en laten de productgebonden belastingen ongerekend subsidies buiten beschouwing.

Bron: eigen berekeningen op basis van de tabellen die werden uitgewerkt in het kader van de tussen het FPB, het BISA, de SVR en het IWEPS overeengekomen 'Gewestelijke monetaire input-outputtabellen voor België voor het jaar 2010'.
(1) Met uitzondering van productgebonden belastingen ongerekend subsidies.

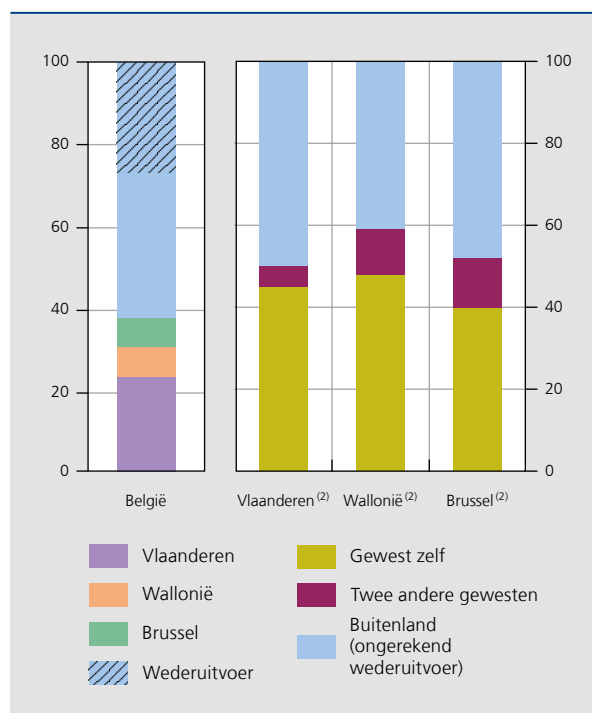
te ramen, wordt hier nogmaals hun bijdrage in toegevoegde waarde gehanteerd. Weliswaar bestaan er alternatieve indicatoren om de rol van de diverse gewesten in de uitvoer te beoordelen. Gewoonlijk wordt de uitvoer toegewezen aan het gewest dat de producten naar het buitenland zendt. De fragmentatie van de productieketens vereist echter dat die indicator behoedzaam wordt geïnterpreteerd. Een gewest kan immers fungeren als doorgang voor een product dat het Belgische grondgebied verlaat. Dat verschijnsel beïnvloedt vooral de uitvoer van Vlaanderen, omdat de twee belangrijkste toegangspoorten tot de buitenlandse markten, namelijk de haven van Antwerpen en de luchthaven in Zaventem, zich in het Vlaams Gewest bevinden. Een alternatieve methode om de invloed van die toegangspoorten te vermijden, bestaat erin het gewest te beschouwen waarin de uitgevoerde producten worden geproduceerd. Dan nog is de maatstaf niet perfect omdat hij berust op het gewest dat de laatste binnenlandse fase van de productie voor zijn rekening neemt. Om producten voor het buitenland te vervaardigen, maken de bedrijven van een gewest evenwel gebruik van inputs die afkomstig zijn van andere gewesten of landen. Om de indirecte participatie aan de uitvoer in aanmerking te nemen, wordt hier het begrip van de toegevoegde waarde van elk gewest in de Belgische uitvoer gehanteerd, ongeacht het exporterende gewest⁽¹⁾ en de aard van de uitgevoerde producten.

Vlaanderen draagt 24% bij tot de uitvoer van België, tegen 7% voor zowel Wallonië als Brussel (cf. Grafiek 6). Met een bijdrage van 62% heeft het buitenland dus een groot overwicht in de Belgische uitvoer, meer nog dan voor de binnenlandse vraag. Daar zijn twee redenen voor. Ten eerste bestaat de uitvoer in hoge mate uit industriële goederen, waarvan de productie grote hoeveelheden grondstoffen of bestanddelen uit het buitenland vergt. Daartegenover is de binnenlandse consumptie meer gericht op diensten, inclusief overheidsdiensten, waarvan de productie minder buitenlandse inputs vereist. Een tweede verklaring voor het overwicht van andere landen in de Belgische uitvoer is de centrale ligging van België in de EU en zijn kwaliteitsvolle en uitgebreide logistieke infrastructuur en transportmogelijkheden. België vervult de rol van handelsknooppunt en fungeert, dankzij de activiteit van zijn zeehavens, onder meer als toegangspoort voor de

Noord-Europese markt. In de praktijk wordt de Belgische invoer grotendeels meteen opnieuw uitgevoerd. Die wederuitvoer verhoogt tegelijkertijd de invoer en (het gehalte aan buitenlandse waarde van) de uitvoer van België⁽²⁾.

De wederuitvoer is ook opgenomen in de gewestelijke statistieken betreffende de uitvoer en doen deze laatste met ongeveer 40% toenemen⁽³⁾. Om een nauwkeurigere typering van de uitvoer van de drie gewesten te verkrijgen, wordt de wederuitvoer hier echter buiten beschouwing gelaten en wordt uitsluitend de voor de uitvoer bestemde binnenlandse productie bestudeerd. De voor uitvoer bestemde productie van Wallonië bezit het grootste gehalte aan toegevoegde waarde uit het eigen gewest (48%), tegen 45% voor Vlaanderen en 40% voor Brussel. De gewesten steunen ook op waarde die buiten hun grondgebied gecreëerd is. De bijdrage van de twee andere gewesten belooft bijna een vijfde van de externe waarde die Wallonië en Brussel gebruiken voor hun respectieve uitvoer (terwijl de resterende vier vijfde ervan uit het buitenland komt), tegen bijna een tiende van de door Vlaanderen gebruikte externe waarde (waarbij de overige negen tiende afkomstig is van andere landen).

GRAFIEK 6 GEWESTELIJKE BIJDAGEN TOT DE UITGEVOERDE PRODUCTIE
(in %⁽¹⁾, 2010)



(1) Een bespreking van de rol van de verschillende fasen die verlopen tot de materiële uitvoer van het product, valt buiten het bestek van dit artikel. Voor meer informatie over de producerende en de exporterende gewesten, zie Avonds *et al.* (2016).

(2) In het kader van de wederuitvoer zijn aan de toegevoegde waarde eventuele transportkosten en logistieke kosten verbonden die worden aangerekend aan ingezetende ondernemingen.

(3) Volgens de gewestelijke input-outputtabel bedraagt de wederuitvoer € 50,4 miljard voor Vlaanderen, € 12,5 miljard voor Wallonië en € 11,5 miljard voor Brussel. Er zij opgemerkt dat, zoals in IWEPS (2016) wordt bevestigd, de invoer van voor wederuitvoer bestemde goederen in het input-outputstelsel toegerekend wordt aan het gewest dat verantwoordelijk is voor de handelsstroom, en niet aan de tussenhandelaar, voor wie enkel de ontvangen handelsmarge wordt opgetekend.

Bron: eigen berekeningen op basis van de tabellen die werden uitgewerkt in het kader van de tussen het FPB, het BISA, de SVR en het IWEPS overeengekomen 'Gewestelijke monetaire input-outputtabellen voor België voor het jaar 2010'.

(1) Met uitzondering van productgebonden belastingen ongerekend subsidies.

(2) Gewest waar de uitgevoerde goederen en diensten worden geproduceerd.

Hoewel die intergewestelijke bijdragen geringer zijn dan die voor de binnenlandse finale vraag, met name omdat in de productieprocessen van de uitgevoerde industriële producten meer buitenlandse bestanddelen worden aangewend, blijven ze aanzienlijk.

2.2 Bestemmingen van de toegevoegde waarde van de drie gewesten

In de vorige paragraaf werd getracht de oorsprong van de geconsumeerde of geïnvesteerde goederen en diensten te achterhalen. Daarbij werd de intergewestelijke handel geraamd uit het oogpunt van de finale consumenten. Dat handelsverkeer kan ook worden geanalyseerd uit het oogpunt van de producenten. Het analyseren van de handel vanuit die invalshoek komt erop neer dat de eindbestemming van de in elk gewest gecreëerde toegevoegde waarde wordt vastgesteld. Het betreft wel degelijk de eindbestemming, en niet de directe bestemming. Voor de producenten van intermediaire goederen en diensten betekent dit dat wordt bepaald waar het gereed product dat die intermediaire componenten bevat, wordt geconsumeerd.

- (1) Deze tabel sluit nauw aan bij Tabel 7 in Avonds *et al.* (2016). De verschillen vloeien voort uit de raming, in deze analyse, van het terugkeereffect, dat is de Belgische toegevoegde waarde die aanvankelijk wordt uitgevoerd, maar vervolgens weer wordt ingevoerd voor consumptie- of investeringsdoeleinden.
- (2) Overeenkomstig het woonplaatsbeginsel worden de consumptieve bestedingen van de huishoudens verdeeld volgens het gewest waar deze wonen, ongeacht de plaats van aankoop. Voor nadere informatie, zie Avonds *et al.* (2016).
- (3) Voor een gewest of een land stemt de totale balans inzake toegevoegde waarde exact overeen met de totale handelsbalans opgesteld op basis van de in- en uitvoer van goederen en diensten. De bilaterale balansen kunnen echter uiteenlopen volgens de benadering (voor meer informatie, zie onder meer Benedetto, 2012). Zo kan de balans inzake toegevoegde waarde tussen twee landen (of twee gewesten), anders dan volgens het traditionele concept, het effect neutraliseren van de wederuitvoer of de ingevoerde inputs die de uitvoer van een land (of een gewest) kunnen verhogen.

De eigen afzetmarkt is uiteraard een preferente eindbestemming voor een gewest. Zo wordt 64 % van de Waalse toegevoegde waarde, 57 % van de Vlaamse en 28 % van de Brusselse uiteindelijk geconsumeerd of geïnvesteerd in het eigen gewest (cf. Tabel 3)⁽¹⁾. Elk gewest richt zich bovendien op de finale vraag van de twee overige gewesten en van het buitenland. In dat verband vertegenwoordigt de intergewestelijke markt ongeveer een zesde van de toegevoegde waarde die Vlaanderen buiten het gewest verkoopt, tegen een vierde voor Wallonië en meer dan de helft voor Brussel⁽²⁾. Die aandelen zijn niet te verwaarlozen. Voor Vlaanderen zijn de beide andere gewesten samen belangrijker dan elk buurland afzonderlijk. Het gewicht van de Waalse markt alleen is trouwens vergelijkbaar met dat van de Duitse of de Franse markt, en groter dan het aandeel van de Nederlandse markt. Voor Wallonië en Brussel is het gewicht van de intergewestelijke markt groter dan dat van de Duitse en Franse markt samen.

Een van de specifieke kenmerken van het Brussels Gewest is dat het een zeer groot deel van zijn toegevoegde waarde uitvoert naar de twee andere gewesten. Het voert ook toegevoegde waarde van Vlaanderen en Wallonië in, zij het in veel geringere mate. Ten opzichte van de beide andere gewesten vertoont Brussel dan ook een positieve balans inzake toegevoegde waarde (cf. Grafiek 7)⁽³⁾. Dat is deels toe te schrijven aan de omvang van de diensten (financiële dienstverlening, overheidsdiensten, onderwijs, enz.) die Brussel, als hoofdstad, aan de twee andere gewesten verstrekt (zie Avonds *et al.*, 2016). Bovendien speelt de instroom van pendelaars een belangrijke rol. Volgens de gegevens van Steunpunt Werk werkten in 2010 238 000 Vlaamse en 133 000 Waalse ingezetenen in Brussel, tegen 42 000 en

TABEL 3 BESTEMMINGEN VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE VAN DE DRIE GEWESTEN

(in %, 2010)

	Gewest waar de toegevoegde waarde wordt gecreëerd			
	Brussel	Vlaanderen	Wallonië	Totaal België
Bestemming van de toegevoegde waarde ⁽¹⁾				
België	67,9	63,3	73,0	66,5
Brussel	28,2	2,4	2,3	7,3
Vlaanderen	27,0	56,6	6,5	39,0
Wallonië	12,7	4,4	64,2	20,2
Buitenland	32,1	36,7	27,0	33,5
Totaal	100,0	100,0	100,0	100,0

Bron: eigen berekeningen op basis van de tabellen die werden uitgewerkt in het kader van de tussen het FPB, het BISA, de SVR en het IWEPS overeengekomen 'Gewelijklke monetaire input-outputtabellen voor België voor het jaar 2010'.

- (1) De resultaten omvatten een raming van het eventuele terugkeereffect, dat is het bedrag van de toegevoegde waarde van elk gewest die aanvankelijk wordt uitgevoerd, maar vervolgens weer wordt ingevoerd voor consumptie- of investeringsdoeleinden.

23 000 Brusselse residenten die respectievelijk in Vlaanderen en in Wallonië werkten. In een intergewestelijk kader dragen pendelaars bij tot de productie van hun werkplek. Hun uitgaven maken echter deel uit van de finale vraag in het gewest waar ze wonen. De stroom van pendelaars naar Brussel zorgt dus wellicht voor een evenwichtsverstoring van de balansen in het voordeel van Brussel, aangezien hij de Brusselse toegevoegde waarde en, in samenhang daarmee, de Vlaamse en Waalse finale vraag verhoogt. Bovendien zij opgemerkt dat Vlaanderen een positieve balans vertoont ten opzichte van Wallonië. Ook daarbij kan de pendelaarsstroom een invloed uitoefenen. Van Wallonië naar Vlaanderen zijn er immers 20 000 pendelaars méér dan in de tegenovergestelde richting.

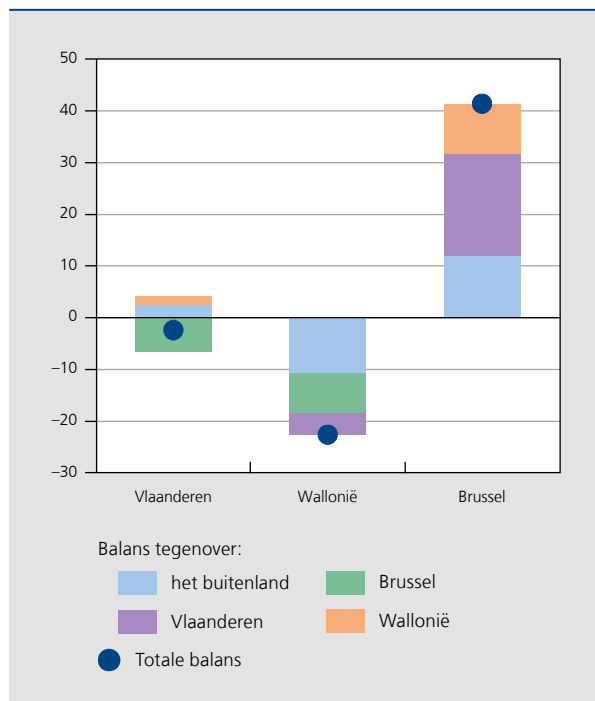
Elk gewest exporteert tevens een deel van zijn toegevoegde waarde naar andere landen. Die waarde kan het Belgische grondgebied via verschillende kanalen verlaten. Een deel van de door een gewest uitgevoerde toegevoegde waarde is opgenomen in zijn eigen voor de uitvoer bestemde productie. Een ander gedeelte overschrijdt de Belgische grens via de door de andere gewesten uitgevoerde productie. Dit doet zich voor wanneer een gewest inputs levert aan

het voor de uitvoer bestemde productieapparaat van de beide andere gewesten. Doorgaans is het gehalte aan toegevoegde waarde dan van vorm veranderd. Sommige bedrijven verlenen bijvoorbeeld ondersteunende diensten waarvan de waarde is opgenomen in de uitvoer van industriële producten van een ander gewest.

Het is interessant de landen van bestemming van de gewestelijke uitvoer te vergelijken. Algemeen beschouwd, heeft het handelsverkeer met enkele specifieke markten een invloed op de uitvoerdynamiek of op de gevoeligheid voor bepaalde internationale schokken. De traditionele benadering van de internationale handel geeft aan wie de rechtstreekse ontvanger is van de uitvoer. De export naar een land kan echter op zijn beurt weer worden uitgevoerd naar een derde land, eventueel na verwerking. De cartografie van de finale ontvangers van de uitvoer, en dus van de daarin opgenomen uitgevoerde toegevoegde waarde, is anders dan die van de rechtstreekse ontvangers. Volgens de benadering uit het oogpunt van de finale ontvangers zijn landen buiten Europa (Verenigde Staten, BRICS) voor België belangrijker dan wat blijkt uit de traditionele benadering. Gemiddeld beschouwd, heeft de Belgische uitvoer aldus bijna 1 850 km afgelegd vooraleer hij de rechtstreekse ontvanger bereikt, terwijl de finale consumptie gemiddeld bijna 3 000 km ver plaatsvond⁽¹⁾.

GRAFIEK 7 BALANS VAN DE INTERGEWESTELIJKE HANDEL IN TOEGEVOEGDE WAARDE

(in % van de totale toegevoegde waarde van het beschouwde gewest, 2010)



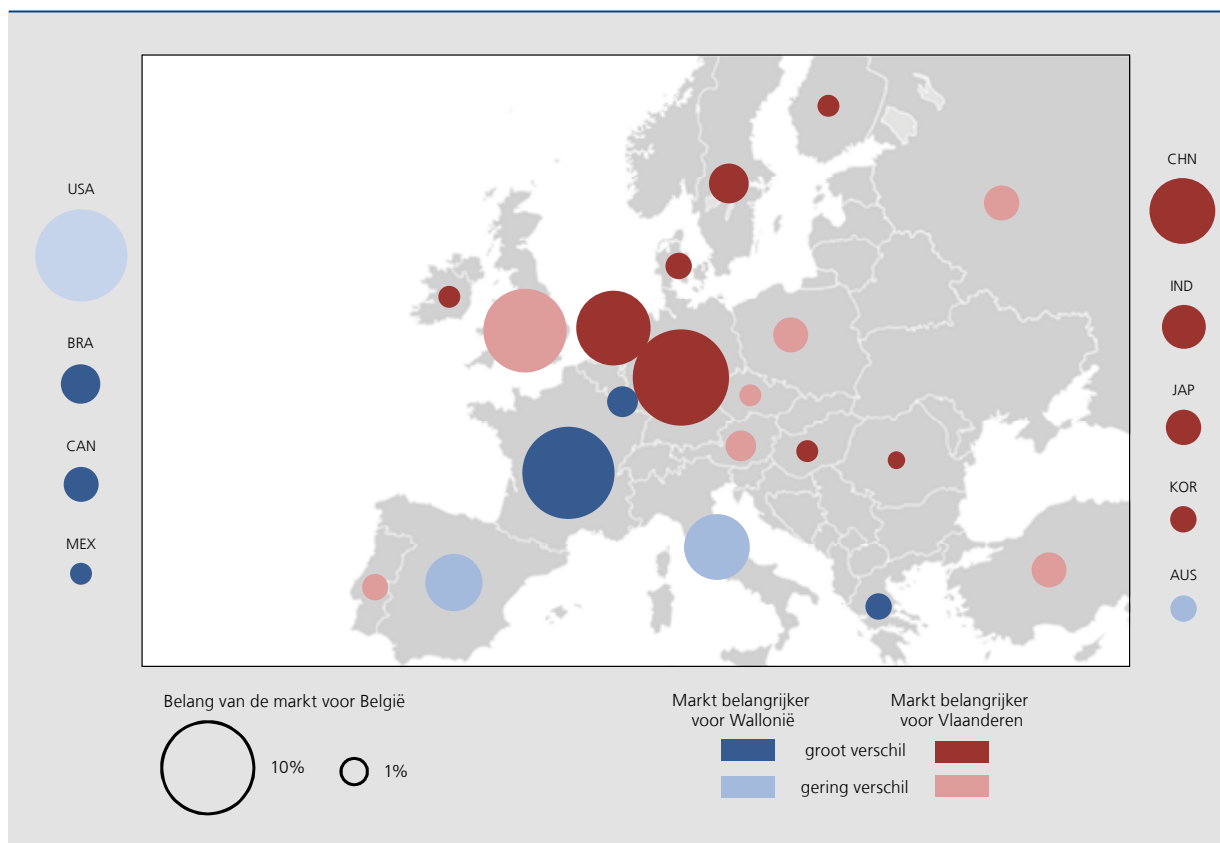
Bron: eigen berekeningen op basis van de tabellen die werden uitgewerkt in het kader van de tussen het FPB, het BISA, de SVR en het IWEPS overeengekomen 'Gewestelijke monetaire input-outputtabellen voor België voor het jaar 2010'.

De finale bestemmingen van de uitgevoerde toegevoegde waarde variëren van het ene gewest tot het andere. Hoewel die resultaten onderhevig zijn aan een foutenmarge (zie Bijlage), blijkt uit een cartografie van de finale bestemmingen dat Vlaanderen vooral gericht is op de markten die ten noorden of ten oosten van België liggen, onder meer op Duitsland, Nederland, India, China of Japan (cf. Grafiek 8). De finale binnenlandse vraag van de landen die ten zuiden of ten westen van België liggen, waaronder Frankrijk, Italië, Spanje, de Verenigde Staten of Brazilië, is daarentegen verhoudingsgewijs belangrijker voor de Waalse uitgevoerde toegevoegde waarde. De cartografie van het Brussels Gewest (niet weergegeven in de grafiek) is al met al vergelijkbaar met die van Wallonië. Niettemin zijn er enkele specifieke kenmerken. Zo is de Brusselse toegevoegde waarde meer gericht op de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.

2.3 Positie van de gewesten in de waardeketens

Indicatoren betreffende de lengte van en de positie in de mondiale productieketens maken het mogelijk de

(1) Zie Duprez (2014).



Bron: eigen berekeningen op basis van de WIOD en de tabellen die werden uitgewerkt in het kader van de tussen het FPB, het BISA, de SVR en het IWEPS overeengekomen 'Gewestelijke monetaire input-outputtabellen voor België voor het jaar 2010'.

(1) De oppervlakte van de schijf geeft het belang weer van die markt voor de uitgevoerde toegevoegde waarde van België. De kleur van de schijf is afhankelijk van het verschil tussen het aandeel van een bepaalde markt in het totaal van de uitgevoerde Waalse toegevoegde waarde en het overeenkomstige aandeel voor Vlaanderen. Het verschil wordt gering (groot) geacht indien dat verschil kleiner (groter) is dan 10%.

productiestructuur van de verschillende gewesten te typeren⁽¹⁾. De lengte van de keten, dat wil zeggen haar fragmentatiegraad, en de positie daarin hebben verscheidene economische gevolgen. Als een gewest tot gefragmenteerde ketens behoort, betekent dit dat zijn bedrijven in het algemeen meer gespecialiseerd zijn in een welbepaald segment van de productie. Die specialisatie gaat vaak gepaard met een hogere productiviteit. Indien een gewest zich bovendien in een later stadium van de productieketen bevindt, staan zijn bedrijven vrij dicht bij de eindverbruiker. In sommige bedrijfstakken is dat een groot voordeel. De concurrentie met buitenlandse ondernemingen, met name uit de opkomende landen, is er immers minder scherp, en de marges zijn er groter.

Gemiddeld beschouwd, behoren de Vlaamse en Brusselse ondernemingen tot relatief gefragmenteerde ketens, die meer dan drie productieschakels tellen.

TABEL 4 POSITIE IN EN LENGTE VAN DE GEWESTELIJKE PRODUCTIEKETENS⁽¹⁾ (2010)

	Gemiddelde lengte van de productieketens	Gemiddelde positie in de productieketens
Vlaanderen	3,22	0,48
Wallonië	2,74	0,49
Brussel	3,12	0,45

Bron: eigen berekeningen op basis van de tabellen die werden uitgewerkt in het kader van de tussen het FPB, het BISA, de SVR en het IWEPS overeengekomen 'Gewestelijke monetaire input-outputtabellen voor België voor het jaar 2010' en op basis van de WIOD-gegevens.

(1) De gemiddelde lengte van de productieketens waartoe de gewesten behoren, weerspiegelt het gemiddelde aantal opeenvolgende bewerkingsfasen om de eindproducten te produceren. De positie is een indicator tussen 0 en 1. Een waarde dicht bij 0 geeft een aanvangsstadium van de productie weer, terwijl een waarde dicht bij 1 wijst op een eindstadium, dicht bij de eindverbruiker. Voor meer informatie over die indicatoren, zie Dhyne en Duprez (2015).

(1) Voor meer informatie over die twee indicatoren, zie Dhyne en Duprez (2015).

Wallonië, daarentegen, is meer actief in relatief korte productieketens. Qua positie bevindt Brussel zich in een betrekkelijk vroeg stadium van de productieketens. Wallonië en Vlaanderen staan dan weer dicht bij de eindverbruiker (cf. Tabel 4).

Conclusie

De productiestructuren van de verschillende gewesten hebben eigen specifieke kenmerken. Wallonië maakt deel uit van minder gefragmenteerde ketens dan Vlaanderen en Brussel, en Brussel bevindt zich in een vroeger stadium van de ketens, terwijl Vlaanderen en Wallonië dicht bij de eindverbruiker staan. De finale bestemmingen van de uitgevoerde toegevoegde waarde variëren ook van het ene gewest tot het andere. De in Vlaanderen gecreëerde waarde is in sterkere mate bestemd voor de markten die ten noorden of ten oosten van België liggen (onder meer Duitsland, Nederland, India of China), terwijl de Waalse toegevoegde waarde meer specifiek gericht is op de landen ten zuiden of ten westen van België (waaronder Frankrijk, Italië, de Verenigde Staten of Brazilië). De bestemmingen voor Brussel zijn al met al vergelijkbaar met die van Wallonië, zij het met een sterkere invloed van de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk.

Verskillende auteurs hebben de (al dan niet tarifaire) belemmeringen bestudeerd waarmee exporterende ondernemingen worden geconfronteerd (zie Araujo *et al.*, 2012, voor België). Dit artikel is, voor zover bekend, het eerste waarin de eventuele intergewestelijke barrières in België worden onderzocht. Daartoe werden de handelsrelaties tussen de bedrijven bestudeerd. Volgens de ramingen wordt een Vlaamse onderneming geconfronteerd met een impliciete belemmering van 10 km wanneer ze iets aan een Waalse onderneming wil verkopen, terwijl een Waals leverancier wordt gehinderd door een impliciete barrière van 30 km indien hij een professionele klant wil vinden in Vlaanderen. Dat komt ook tot uiting in de totale cijfers. Vlaanderen steunt, voor zijn finale consumptie of voor de uitvoer bestemde productie, minder op waarde uit de beide andere gewesten dan Wallonië en Brussel. Het Brussels Gewest is een ietwat speciaal geval. De Brusselse ondernemingen spelen vaak een rol als intermediair tussen de verschillende economische subnetwerken. Ze lijken niet te worden gehinderd door barrières wanneer ze banden aangaan met bedrijven uit de twee andere gewesten. Brussel kan, vanwege zijn rol als hoofdstad die diensten levert aan het hele land en door

de aanwezigheid op zijn grondgebied van hoofdzetels van tal van bedrijven die ook beschikken over vestigingen in de beide andere gewesten, wellicht gemakkelijker handel drijven.

De omvang van de barrières moet weliswaar worden gerelativeerd. De intergewestelijke barrières beïnvloeden vooral het dienstenverkeer. De aspecten regelgeving, taal en cultuur zijn immers meer uitgesproken voor diensten dan voor industriële goederen. De economische relaties tussen een 'leveranciers'- en een 'klant'-bedrijf worden in de eerste plaats bepaald door de geografische afstand die hen scheidt, ongeacht hun respectieve gewest. Ook economische factoren, zoals de grootte van de ondernemingen, hun bedrijfstak, eventuele financiële banden of het behoren tot hetzelfde economische subnetwerk kunnen een cruciale rol spelen. In dat verband wijst een cartografie van de subnetwerken op de aanwezigheid van een aantal gebieden waarin het handelsverkeer intenser is.

Het bestaan van intergewestelijke barrières vormt geen beletsel voor de handel tussen de verschillende gewesten. Eén bedrijf op twee in België verkoopt aan ten minste één professionele klant uit een ander gewest. Al met al draagt elk gewest bij tot de uitvoer van de twee overige gewesten. Bovendien wordt 6,8% van de Vlaamse toegevoegde waarde geïnvesteerd of geconsumeerd door de huishoudens of de overheidsdiensten van de beide andere gewesten. Voor Vlaanderen is het gewicht van louter de Waalse markt trouwens vergelijkbaar met dat van de Duitse of de Franse markt en groter dan dat van de Nederlandse markt. Voor Wallonië en Brussel neemt de intergewestelijke markt respectievelijk 8,8% en 39,7% van de gecreëerde toegevoegde waarde op. Het aandeel van deze markt is er groter dan dat van de Duitse en Franse markt samen.

Tot slot kan België profijt trekken van de specifieke kenmerken van elk gewest door de intergewestelijke barrières voor het handelsverkeer te beperken. Die barrières sorteren vaak negatieve effecten voor de leveranciers en de klanten, en ze verzwakken de intergewestelijke markt, die een niet te verwaarlozen afzetmarkt is. In dat verband is het belangrijk een gewestelijk beleid te voeren dat de intergewestelijke handel wil bevorderen, onder meer via geharmoniseerde regelgeving. Opleidingsmaatregelen voor de werknemers, met name om een andere taal te leren, en maatregelen die de mobiliteit verbeteren, zijn eveneens belangrijke katalysatoren van die handel.

Bijlage

In deze bijlage worden de formules van de matrixberekening toegelicht die werden gebruikt voor de analyse in hoofdstuk 2.

Voor elke vector F (366×1) die de gevraagde hoeveelheid van elk product/gewest (122 producten in elk van de drie gewesten) weergeeft, is het gehalte aan toegevoegde waarde uit een bedrijfstak/gewest i gelijk aan het element i van de matrix E (366×1), waarbij:

$$E = (V^T \# B * F),$$

V^T (1×366) = de omgezette vector van de coëfficiënten van de toegevoegde waarde v_i/p_i voor elk product/gewest i (v_i is de toegevoegde waarde en p_i de productie van de bedrijfstak/het gewest i). B (366×366) = de inverse matrix van Leontief $(I-A)^{-1}$ waarbij I (366×366) de eenheidsmatrix is en iedere coëfficiënt $a_{ij} = c_{ij}/p_j$ van de matrix A (366×366) de hoeveelheid producten van de bedrijfstak/het gewest i omvat die nodig is om een eenheid product van de bedrijfstak/het gewest j te produceren (c_{ij} is het intermediair verbruik in de bedrijfstak/het gewest j van producten van de bedrijfstak/het gewest i en p_j is de totale productie van de bedrijfstak/het gewest j). $\#$ is het symbool van de vermenigvuldiging element per element.

Om de bestemmingen van de uitgevoerde toegevoegde waarde van de gewesten te bepalen, werd de internationale uitvoer van elke bedrijfstak/elk gewest over vier categorieën verdeeld: de intermediaire goederen, de finale goederen, de intermediaire diensten en de finale diensten. Het onderscheid tussen de uitvoer van goederen en die van diensten wordt afgeleid uit de intergewestelijke input-outputtabel. Daarentegen is de uitsplitsing in intermediaire en finale producten niet rechtstreeks te onderscheiden. Deze wordt geraamd door ze te kopiëren van de verdeling tussen intermediaire en finale producten voor de producten die bestemd zijn voor de binnenlandse markt. Voor elke categorie y (y = intermediaire goederen, finale goederen, intermediaire diensten, finale diensten), is de rechtstreekse bestemming d (onder C landen) van de uitgevoerde toegevoegde waarde uit een bedrijfstak/gewest i gelijk aan het element (i,d) van de matrix E^y ($366 \times C$), waarbij:

$$E^y = (V^T \# B * F^y) * G^y,$$

V^T (1×366) = de omgezette vector van de coëfficiënten van de toegevoegde waarde v_i/p_i voor elk product/gewest i (v_i is de toegevoegde waarde en p_i de productie van de bedrijfstak/het gewest i). B (366×366) = $(I-A)^{-1}$ of de inverse matrix van Leontief, F^y (366×366) verdeelt elk product/producerend gewest i in een product/exporterend gewest j (voor een gegeven product exporteert het exporterende gewest productie uit de drie gewesten). G^y ($366 \times C$) geeft de verdeling per land van de eindbestemming weer (de C bestemmingen zijn de in de mondiale input-outputmatrix WIOD opgenomen landen, weergegeven in kolommen) van een uitgevoerde eenheid product/exporterend gewest.

Voor de finale goederen en de finale diensten is de eindbestemming, bij hypothese, de rechtstreekse bestemming die wordt verstrekt door de gegevens van de buitenlandse handel voor de goederen en door de gegevens van de betalingsbalans voor de diensten⁽¹⁾. Voor de intermediaire goederen en diensten wordt de rechtstreekse bestemming afgeleid uit de gegevens van de buitenlandse handel voor de goederen en uit de gegevens van de betalingsbalans voor de diensten. De rechtstreekse bestemming is echter niet de eindbestemming.

Om de eindbestemmingen van de uitvoer van intermediaire goederen en diensten vast te stellen, werden de WIOD-gegevens onderzocht aan de hand van de door Wang *et al.* (2013) voorgestelde methode. Deze laatste maakt het mogelijk de eindbestemmingen te vinden via de volgende uitsplitsing van de intermediaire uitvoer van elk Belgisch product i (onder de N producten die in WIOD zijn opgenomen) naar een bestemming r (onder de C bestemmingen die in WIOD zijn opgenomen):

$$(A^k B^{rr} Y^{rr}) + \sum_{t \neq r} (A^k B^{rt} Y^{tt}) + \sum_{t \neq r} (A^k B^{rr} Y^{rt}) + \sum_{t \neq r, u} \sum_{l \neq r, t} (A^k B^{ru} Y^{ut})$$

A^k ($N \times N$) is de submatrix die het intermediaire gebruik in land k weergeeft van de door België uitgevoerde intermediaire producten. B^{kl} ($N \times N$) is de inverse submatrix van Leontief. Y^{kl} ($N \times 1$) is de binnenlandse finale consumptie door land l van door land k verkochte eindproducten.

(1) Deze verdeling is niet perfect omdat de gegevens van de buitenlandse handel en die van de regionale rekeningen uiteenlopen (zie Avonds *et al.*, 2016 en IWEPS, 2016). De toelichting geldt ook voor de gegevens van de betalingsbalans.

Bibliografie

Araujo L., G. Mion en E. Ornelas (2012), *Institutions and export dynamics*, NBB, Working Paper 220.

Avonds L., C. Hambjé, B. Hertveldt, B. Michel, B. Van den Cruyce (2016), *Analyse van de interregionale input-outputtabel voor het jaar 2010*, FPB Working Paper 5.

Benedetto J. (2012), 'Implications and Interpretations of Value-Added Trade Balances', *Journal of International Commerce and Economics*, 4(2), 39-53.

Blondel V., J-L. Guillaume, R. Lambiotte en E. Lefevre (2008), 'Fast unfolding of communities in large networks', *Journal of Statistical Mechanics: Theory and Experiments*, 10.

Dhyne E. en C. Duprez (2015), 'Heeft de crisis het DNA van de Belgische economie gewijzigd?' NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 31-43.

Dhyne E., G. Magerman en S. Rubínová (2015), *The Belgian production network 2002-2012*, NBB, Working Paper 288.

Duprez C. (2014), 'Waardecreatie bij de uitvoer – Een diagnose van België', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 27-42.

IWEPS (2016), *Rapport sur l'économie wallonne*.

Manski C. F. en S. R. Lerman (1977), 'The Estimation of Choice Probabilities from Choice Based Samples', *Econometrica*, 45(8), 1977-1988.

Wang Z., S-J Wei en K. Zhu (2013), *Quantifying international production sharing at the bilateral and sector levels*, NBER Working Paper series, 19677.

Wat leert de Europese enquête naar de loonvorming ons? ^(*)

D. Cornille

Inleiding

De geharmoniseerde enquête over de manieren waarop de Europese ondernemingen de lonen bepalen, werd in 2014 en 2015 georganiseerd in 25 landen van de Europese Unie. Deze enquête, die specifiek betrekking had op de periode 2010-2013, bevatte vragen naar hoe de ondernemingen de aard van de wijzigingen in de economische situatie als gevolg van de overheids-schuldencrisis percipiëren, naar hun reacties op die wijzigingen en naar de rol van de financiële beperkingen. Deze update van de twee vorige enquêtes, in 2007 en 2009, werd grotendeels ingegeven door de behoefte aan een duidelijker inzicht in de aard van de schokken die de ondernemingen troffen en in de manier waarop deze laatste op die schokken reageerden in een context die in tal van landen gepaard ging met hervormingen die een impact hadden op de werking van de arbeidsmarkt.

Het uitwerken en coördineren van de enquête⁽¹⁾ alsook de eerste analyses van de resultaten ervan gebeurden in het kader van het Wage Dynamics Networks (WDN), een onderzoeksnetwerk van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) dat de kenmerken van de loondynamiek bestudeert. De resultaten werden per land gedetailleerd geanalyseerd in een reeks nationale verslagen die in 2015 en 2016

beschikbaar werden op de website van de ECB⁽²⁾. In België zijn die resultaten ook het onderwerp geweest van een artikel⁽³⁾ in het Economisch Tijdschrift van december 2015. Voor België heeft de Bank op haar website eveneens gedetailleerde resultaten per bedrijfstak gepubliceerd⁽⁴⁾. Dit artikel benut een van de troeven van de enquête, namelijk de harmonisering van de vragenlijst die werd opgesteld na overleg tussen de 25 landen die aan het WDN deelnemen, en het vervolledigt aldus de voorgaande analyses aan de hand van een vergelijkende studie van de in de verscheidene landen verzamelde gegevens. In dat opzicht is dit artikel grotendeels gebaseerd op een voorlopige versie van het verslag van het onderzoeksnetwerk zoals dat is opgesteld door zeven leden ervan (Mario Izquierdo, Juan F. Jimeno, Theodora Kosma, Ana Lamo, Stephen Millard, Tairi Rõõm en Eliana Viviano) met als titel 'Labour market adjustment in Europe during the crisis: Microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network Survey'. Dat verslag zal weldra beschikbaar zijn in de vorm van een Occasional Paper van de ECB.

Dit artikel behandelt slechts een deel van de aspecten waar de enquête betrekking op heeft. De schat aan beschikbare informatie roept op tot meer specifieke onderzoeksprojecten, waarvan sommige in de diverse nationale centrale banken aan de gang zijn. Ze zullen het onderwerp van diverse publicaties uitmaken, bijvoorbeeld van de reeks Working Papers van de NBB of van de ECB. Voorts is dit artikel bedoeld als stimulans om buiten het onderzoeksnetwerk andere studies te ondernemen: er zijn inderdaad plannen om de gegevensbank in de loop van 2017 ter beschikking te stellen van geïnteresseerde onderzoekers.

Net zoals in het verslag van het hierboven vermelde onderzoeksnetwerk zijn de in dit artikel voorgestelde resultaten gewogen met de werkgelegenheid⁽⁵⁾ opdat

(*) Dit artikel is grotendeels gebaseerd op een voorlopige versie van het verslag van het onderzoeksnetwerk zoals dat is opgesteld door zeven leden ervan, Mario Izquierdo, Juan F. Jimeno, Theodora Kosma, Ana Lamo, Stephen Millard, Tairi Rõõm en Eliana Viviano, met als titel 'Labour market adjustment in Europe during the crisis: Microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network Survey'. Dat verslag zal weldra beschikbaar zijn in de vorm van een Occasional Paper van de ECB.

(1) De vragenlijst voor België kan worden geraadpleegd op de internetsite van de Bank www.nbb.be/nl/wage-dynamics-network-wdn-3.

(2) Cf. http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_wdn.en.html.

(3) Cf. Cornille (2015).

(4) Cf. www.nbb.be/nl/wage-dynamics-network-wdn-3.

(5) Cf. Druant et al. (2008).

ze representatief zouden zijn voor de gehele ondernemingspopulatie. Deze analyse focust overigens op de bedrijven die ten minste vijf werknemers in dienst hebben, al hebben sommige landen, waaronder België, ook voor de zeer kleine ondernemingen gegevens verzameld.

Het artikel is opgebouwd uit vier hoofdstukken. Na een kort overzicht van de economische context en de beschrijving van de keuzen die werden gemaakt om de analyse te vergemakkelijken (inzake de hergroepering van de landen bijvoorbeeld) wordt beschreven hoe de ondernemingen de ontwikkeling van de economische omgeving hebben gepercipieerd. Vervolgens worden de aanpassingskanalen van de ondernemingen bestudeerd, en nadien wordt nader ingegaan op de reacties van de overheid en op de uitdagingen inzake economisch beleid.

1. Een heterogene economische context binnen de Europese Unie

De enquête heeft betrekking op de jaren 2010-2013, een periode die in de meeste Europese landen gekenmerkt werd door wijzigingen in de economische omgeving als gevolg van de overheidsschuldencrisis. Nochtans werden niet alle landen op dezelfde wijze of met dezelfde intensiteit getroffen, en bovendien vielen de periodes waarin de economische spanningen het hevigst waren, niets steeds samen. Een van de problemen bij het opstellen van de enquête was trouwens het vastleggen van een voor alle landen gemeenschappelijke referentieperiode, ook al werd besloten om in de vragenlijst geen expliciete link te leggen tussen de periode in kwestie en de term 'crisis'.

Diverse macro-economische indicatoren weerspiegelen die heterogene reacties van de Europese economieën, in het bijzonder op de arbeidsmarkt. Zo wordt de periode niet enkel gekenmerkt door een stijging van de werkloosheidsgraad, maar ook door een verbreding van de verschillen tussen de werkloosheidsgraden van de verschillende landen. Er wordt ook een stijging van de participatiegraden opgetekend, zelfs in de landen waar de werkloosheidsgraad oploopt – wat vrij atypisch is in een crisisperiode –, net als een daling van de per persoon gewerkte uren bijvoorbeeld, maar steeds met grote verschillen tussen de landen. In België is de werkloosheidsgraad relatief weinig gestegen, is de participatiegraad vrijwel ongewijzigd gebleven en zijn de gewerkte uren per persoon licht toegenomen.

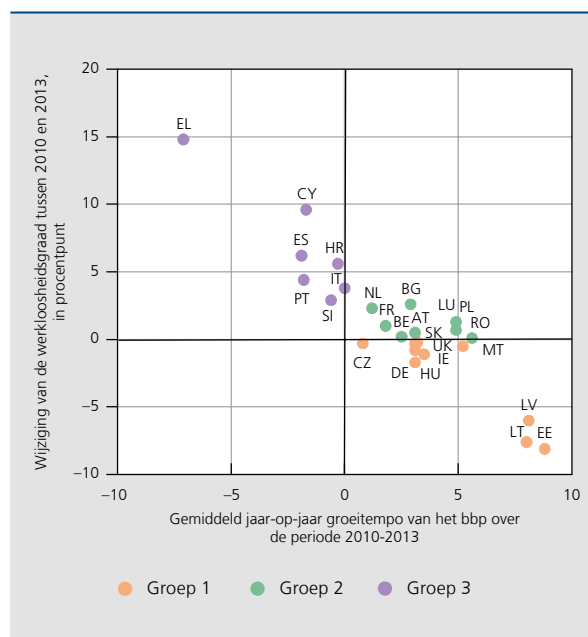
Worden de 25 aan de enquête deelnemende landen beoordeeld uit het oogpunt van het verband tussen de werkloosheid en de groei van het bbp, ook bekend als de wet van Okun, dan blijkt tevens dat de periode

2010-2013 door een zekere heterogeniteit wordt gekenmerkt. Na de grote recessie begonnen de meeste landen opnieuw te groeien. Er kunnen echter twee groepen worden onderscheiden in de landen die opnieuw groeiden naargelang de werkloosheid er afgenomen is of niet. Deze methode om de landen te classificeren, dus volgens het verloop van hun werkloosheidsgraad en de bbp-groei tijdens de periode 2010-2013, werd door het onderzoeksnetwerk gekozen om de voorstelling en de analyse van de enquêteresultaten te vergemakkelijken. Op basis van die analytische hergroepering kunnen drie groepen worden onderscheiden:

- Groep 1: de landen die hun werkloosheidsgraad zien dalen en hun bbp zien groeien (CZ, DE, EE, IE, LT, LV, HU, MT, SK, UK)
- Groep 2: de landen waar de werkloosheidsgraad stijgt, terwijl ook het bbp groeit (AT, BE, BG, LU, FR, NL, RO, PL)
- Groep 3: de landen met een stijging van de werkloosheid en een daling van het bbp (CY, ES, EL, HR, IT, PT, SI).

In België is de situatie relatief stabiel. Ofschoon de werkloosheidsgraad er niet is gedaald, heeft de crisis er ook geen erg uitgesproken impact gehad op de werkgelegenheid, behalve in de verwerkende nijverheid. In België hebben er evenmin drastische hervormingen op de arbeidsmarkt plaatsgehad, hoewel er diverse maatregelen zijn genomen inzake, bijvoorbeeld, loonmatiging

GRAFIEK 1 ANALYTISCHE HERGROEPING VAN DE AAN DE ENQUÊTE DEELNEMENDE LANDEN
(in %)



Bronnen: EC; M. Izquierdo, J. F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Róom en E. Viviano (2017, te verschijnen).

of vrijwaring van de werkgelegenheid via mechanismen bedoeld om de flexibiliteit te verhogen (tijdelijke werkloosheid). Niettemin werden de ondernemingen, net als in de andere landen, in verschillende mate getroffen.

2. De beoordeling van de economische omgeving door de ondernemingen

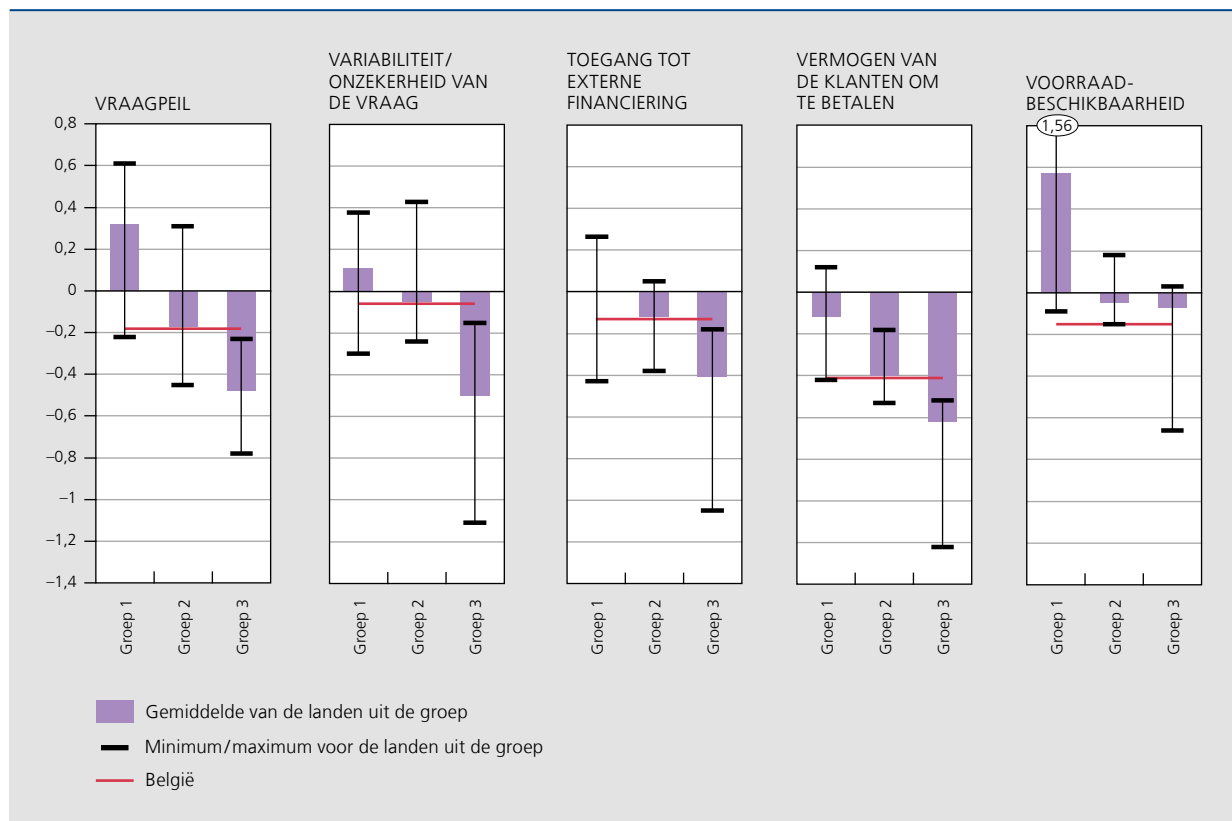
De enquête bevat heel wat informatie over hoe de bedrijven de wijziging van de economische omgeving in de periode 2010-2013 beoordelen. Zo komt het effect van de vraag naar het product van de ondernemingen op hun bedrijvigheid aan bod, maar ook de onzekerheid als gevolg van schommelingen van deze vraag. Ook de rol van de toegang tot externe financiering kan vrij nauwkeurig worden onderzocht, dankzij gegevens over het doel van de financiering (nieuwe investering, bedrijfskapitaal, herfinanciering) en het type van de beperkingen (rantsoenering of te dure voorwaarden). Aan de hand van de enquête kan, onder andere, eveneens worden nagegaan in welke mate

de bedrijvigheid van de ondernemingen werd beïnvloed door het vermogen van hun klanten om te betalen en door de beschikbaarheid van voorraad bij hun leveranciers.

In grafiek 2 wordt samengevat hoe de ondernemingen het effect van de economische situatie op hun eigen bedrijvigheid hebben beoordeeld aan de hand van vijf factoren (niveau van de vraag, variabiliteit van de vraag, toegang tot externe financiering, vermogen van klanten om te betalen en beschikbaarheid van voorraden). Daartoe werden waarden toegekend aan de antwoorden van de ondernemingen: -2 voor het antwoord 'sterke daling' (van de bedrijvigheid); -1 voor 'gematigde daling', 0 voor 'onveranderd', 1 voor 'gematigde stijging' en 2 voor 'sterke stijging'. Vervolgens werd een gewogen gemiddelde van deze indicatoren berekend per land en voor de drie eerder omschreven landengroepen. De grafiek bevat eveneens de resultaten voor de landen die in elke groep de uiterste waarden laten optekenen (minimum en maximum), alsook die voor België. Ter herinnering, negatieve waarden wijzen

GRAFIEK 2 ECONOMISCHE SITUATIE EN EFFECT OP DE BEDRIJVIGHEID VAN DE ONDERNEMINGEN TIJDENS DE PERIODE 2010-2013

Op nul genormaliseerde antwoorden van de ondernemingen, positieve (negatieve) waarden wijzen op positieve (negatieve) effecten, gemiddelde per landengroep



Bronnen: WDN, M. Izquierdo, J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rööm en E. Viviano (2017, te verschijnen). Gewogen resultaten, op schaal gebracht door weglating van de ontbrekende antwoorden.

erop dat het effect van de factor op de bedrijvigheid van de ondernemingen gemiddeld genomen negatief was.

Interessant is dat de rangschikking van de drie hierboven omschreven analysegroepen voor elk van de vijf bestudeerde factoren identiek is. De bedrijvigheid van de ondernemingen uit groep 1 (landen met een stijging van het bbp en een daling van de werkloosheid in de periode 2010-2013) lijkt – gemiddeld beschouwd – nagenoeg niet te zijn aangetast door de economische omgeving, behalve in lichte mate door het vermogen van de klanten om te betalen. Voor groep 2 (landen gekenmerkt door een stijging van het bbp en van de werkloosheid) zijn de resultaten minder gunstig; de bedrijvigheid van de ondernemingen werd negatief beïnvloed door alle factoren, maar in geringere mate dan die van de bedrijven uit groep 3 (landen waarin het bbp terugloopt en de werkloosheid stijgt), die de meest ongunstige resultaten laten optekenen. Aan de hand van robuuste econometrische methoden bevestigen M. Izquierdo, J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rööm en E. Viviano (2017, te verschijnen) dat er inderdaad een sterke correlatie bestaat tussen de beoordeling van de schokken door de bedrijven en de veranderingen van het bbp of van de werkloosheid.

De berekening van gemiddelden verhuut verschillen tussen de landen, en meer nog de verschillen binnen de landen zelf. Wat de verschillen tussen de landen betreft, laten sommige landen, zelfs uit groep 1, een sterker negatief effect van de schokken optekenen, zelfs als dat niet het geval is voor het gemiddelde van de hele groep. Het omgekeerde geldt voor groep 2, waarin sommige landen positieve resultaten te zien geven, terwijl het gemiddelde van de groep negatief is. In groep 3 is het effect echter negatief voor alle landen van de groep. België scoort bijna altijd rond het gemiddelde van groep 2, waartoe het net als Frankrijk en Nederland behoort. De scores van deze twee landen zijn echter nagenoeg stelselmatig negatiever dan die van België, in het bijzonder voor het effect van het vraagpeil en, wat Nederland betreft, voor de toegang tot financiering. Duitsland, een land met een zeer groot gewicht in groep 1, scoort daarentegen altijd hoger dan het gemiddelde van de groep.

Aan de hand van de WDN-enquête kan het effect van schokken bovendien worden uitgesplitst volgens de kenmerken van de ondernemingen, zoals hun omvang, bedrijfstak, of ze dochterondernemingen of zelfstandige ondernemingen zijn, buitenlandse of binnenlandse, of ze internationaal actief zijn of niet, enz. Hoewel een systematische analyse van deze kenmerken het bestek van dit artikel te buiten gaat, zijn enkele markante feiten het vermelden waard. Zo blijkt dat kleine ondernemingen in alle groepen gevoeliger zijn voor schokken, met name

wat de vraag en de toegang tot financiering betreft. In termen van bedrijfstak zijn dienstenondernemingen doorgaans het meest vatbaar voor negatieve schokken. In België lijkt dat minder het geval te zijn en is de industrie gevoeliger voor schokken, vooral voor die gelinkt met de vraag. Deze aspecten worden uitvoeriger toegelicht in M. Izquierdo, J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rööm en E. Viviano (2017, te verschijnen).

3. De ondernemingen hanteren diverse aanpassingskanalen

Aan de hand van de enquête kan worden bepaald via welke kanalen de ondernemingen inspelen op de uitdagingen die zich voor hen aandienen. Met betrekking tot de productiekosten toont de enquête aan dat de ondernemingen meestal te kampen hadden met stijgingen, in het bijzonder van de arbeidskosten (en dit in alle landen behalve in Griekenland en Cyprus). Deze laatste kunnen in theorie evenwel worden bijgesteld door hetzij de hoeveelheid arbeid, dat wil zeggen de werkgelegenheid, hetzij de prijs van arbeid, dus de lonen, aan te passen. Uit macro-economisch oogpunt blijken de gewerkte uren inderdaad een van land tot land zeer heterogene dynamiek te vertonen, terwijl deze veel minder uiteenliep voor de nominale uurlonen. Via de enquête kan worden nagegaan of dat verband houdt met de schokken die de ondernemingen troffen en kan, tot op zekere hoogte, de specifieke rol van de arbeidsmarktinstituties worden vastgesteld.

Door enkel de vraagschokken te beoordelen en de reacties van de ondernemingen die een dergelijke negatieve schok hebben vermeld, te vergelijken met die van de bedrijven waar het effect neutraal of positief was, blijkt dat ondernemingen die een negatieve schok ondergingen, de verschillende determinanten van de arbeidskosten sterker neerwaarts hebben aangepast. Het verschil is het grootst voor de als input gebruikte hoeveelheid arbeid, met name voor het aantal vaste werknemers. Het effect is iets minder uitgesproken voor het aantal tijdelijke werknemers, en nog minder voor het aantal uren per persoon. Gemiddeld beschouwd fungeerde het variabele gedeelte van de lonen eveneens als aanpassingskanaal, terwijl dat veel minder geldt voor de basislonen. De enquête biedt echter niet de gelegenheid de exacte omvang van de aanpassingen te vergelijken, aangezien het bijvoorbeeld niet mogelijk is om a priori te bepalen of een forse daling van de variabele looncomponenten meer of minder invloed heeft op de kosten dan een lichte vermindering van de basislonen.

Er lijkt geen uitgesproken effect te zijn per landengroep, behalve dat de aanpassing van het aantal vaste werknemers sterker blijkt te zijn voor de landen van groep 2 (landen

waar het bbp en de werkloosheid stijgen), een kenmerk dat gepaard kan gaan met het frequentere gebruik van de bevrozing of vermindering van nieuwe indienstnemingen door de ondernemingen van deze groep (zie hierna).

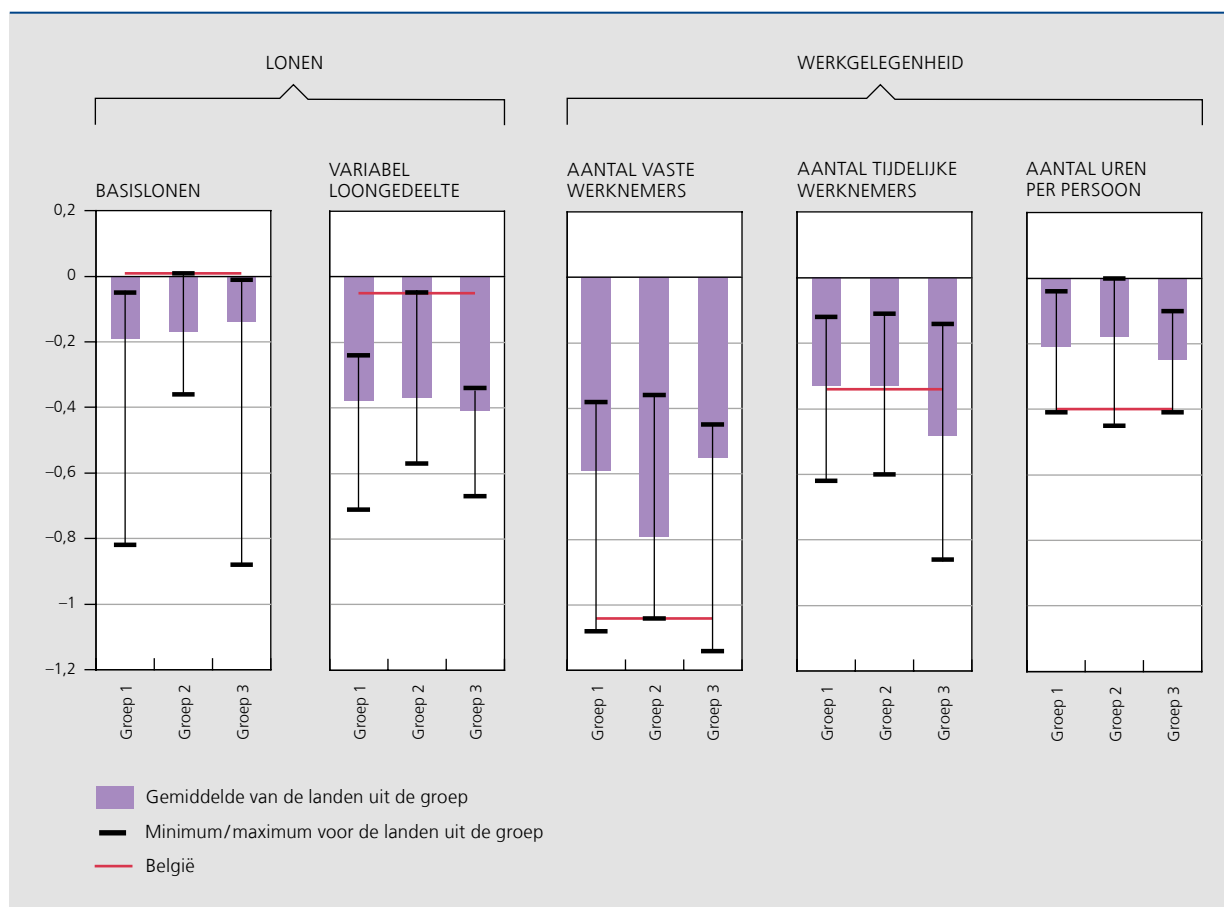
Een verfijnde analyse aan de hand van multivariate econometrische methoden bevestigt die resultaten en brengt andere significante effecten aan het licht. Met een dergelijke benadering (door te controleren voor de effecten van bedrijfstak en ondernemingsgrootte), tonen Izquierdo M., J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rõm en E. Viviano (2017, te verschijnen) aan dat de vraagschokken effectief samenhangen met grotere aanpassingen van de arbeidskosten. Uit die resultaten blijkt dat de landen van groep 2 niet alleen het aantal vaste werknemers sterker hebben aangepast, maar ook in mindere mate het aantal gewerkte uren hebben gewijzigd. Bovendien is de kans dat die landen en meer nog die van groep 3 bij een vraagschok de basislonen aanpassen, kleiner dan voor die van

groep 1 (een vergelijkbaar maar niet significant resultaat wordt verkregen voor het flexibele gedeelte van de lonen). Ten slotte bevestigt die analyse het belangrijke effect van schokken op de toegang tot externe financiering, hoewel het effect van dit soort schok op de kans dat de verschillende componenten van de loonkosten worden verlaagd, veel geringer is dan bij vraagschokken, en er geen specifiek en significant effect lijkt te bestaan per landengroep.

Het effect van een vraagschok op de aanpassing van de arbeidskosten is bijzonder opvallend in België. Meer nog dan voor groep 2, waartoe ons land behoort, komt de reactie van de ondernemingen vooral tot uiting in het aantal vaste banen (het meest uitgesproken resultaat van de groep), het aantal uren en het aantal tijdelijke werknemers. Daartegenover is de aanpassing van de lonen, zowel de basislonen als de variabele lonen, de geringste van de landen die deelnamen aan de enquête. Dit doet vermoeden dat de nationale kenmerken van de

GRAFIEK 3 EFFECT VAN EEN VRAAGSCHOK OP DE AANPASSING VAN DE ARBEIDSKOSTEN

Negatieve (positieve) waarden wijzen erop dat de door een schok getroffen ondernemingen de factor sterker neerwaarts (opwaarts) hebben aangepast, gemiddelden per landengroep



Bron: WDN.

Gewogen resultaten, op schaal gebracht door weglating van de ontbrekende antwoorden.

Verskil tussen de ondernemingen die antwoorden dat ze een negatief effect ondervonden en die welke gewag maken van een positief effect of geen effect.

arbeidsmarktinstuties een doorslaggevende rol vervullen in de reacties van de ondernemingen. Dat geldt met name voor de loonvorming in de private sector in België, die grotendeels gebaseerd is op loonschalen en functieclassificaties waarover paritair wordt onderhandeld, alsook op een (indicatieve of maximale) loonnorm die op nationaal vlak wordt vastgelegd en wordt aangevuld met de automatische loonindexering. De facto maakt dit kader loonsverlagingen uitzonderlijk (zie hierna) en verplicht het de ondernemingen andere strategieën te overwegen wanneer het nodig is de arbeidskrachten aan te passen.

Aanpassing van de werkgelegenheid

De enquête maakt het mogelijk die strategieën vast te stellen aan de hand van een specifieke vraag over de maatregelen die de ondernemingen aanwenden om het personeelsbestand te verminderen of de samenstelling

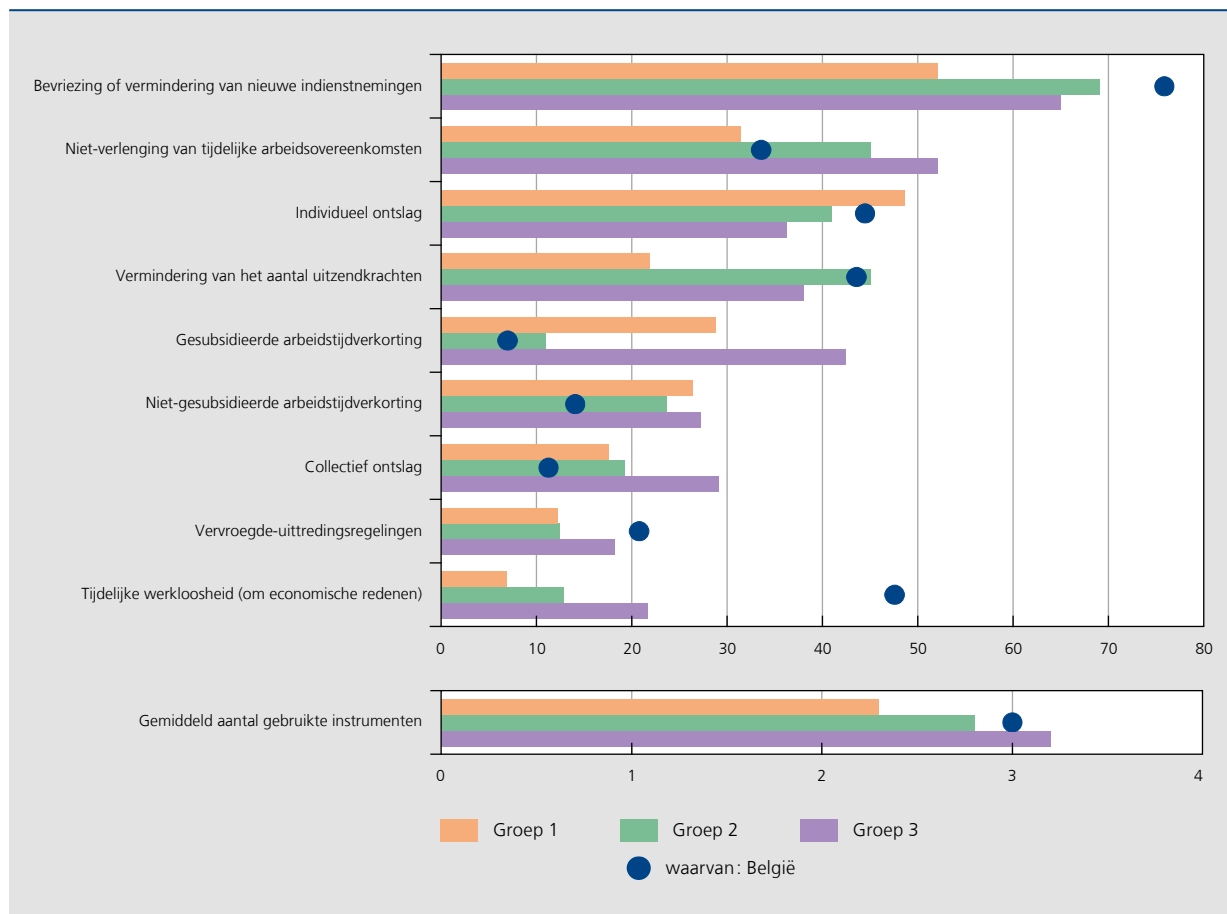
ervan te veranderen. Die vraag was enkel bedoeld voor de ondernemingen die daadwerkelijk hun personeel moesten terugschroeven tijdens de periode 2010-2013, namelijk 22% van de respondenten in groep 1, 33% ervan in groep 2 (39% in België) en 44% in groep 3.

De bedrijven hanteren het meest een combinatie van strategieën om de werkgelegenheid aan te passen. Het aantal gebruikte instrumenten (uit de in de enquête opgesomde lijst) belooft meer dan twee voor alle landen, en behoort tot de hoogste voor België, met meer dan 3 (zie grafiek 4). Welk type instrument bruikbaar is, hangt uiteraard nauw samen met de nationale arbeidsmarktinstuties, wat een zekere heterogeniteit in de antwoorden verklaart, hoewel zich voor de verschillende groepen bepaalde grote lijnen aftekenen.

Het vaakst aangewende instrument is de bevrozing of verlaging van nieuwe indienstnemingen. Dat is het geval

GRAFIEK 4 KANALEN OM DE WERKGELEGENHEID AAN TE PAssEN IN DE ONDERNEMINGEN DIE MEEDEELDEN DAT ZE HUN PERSONEEL AANZIENLIJK MOESTEN VERMINDEREN OF DE SAMENSTELLING ERVAN DIENDEN TE VERANDEREN AANDEEL VAN DE BEDRIJVEN DIE ELK INSTRUMENT HEBBEN GEBRUIKT

(in %, tenzij anders vermeld)



Bron: WDN.

Gewogen resultaten, op schaal gebracht door weglating van de ontbrekende antwoorden.

in België, net als in de drie landengroepen, zij het minder uitgesproken voor groep 1 (waarin het bbp stijgt en de werkloosheid daalt). Het niet-verlengen van tijdelijke contracten en de vermindering van het aantal uitzendkrachten waren instrumenten die des te meer werden gebruikt omdat de macro-economische omgeving ongunstig was. Individuele ontslagen werden meer toegepast in de landen van groep 1, maar dit wordt in de andere landen ongetwijfeld grotendeels gecompenseerd door een groter beroep op collectief ontslag, waarvan groep 3 het meest gebruikmaakte. De situatie is gevarieerder voor de (al dan niet gesubsidieerde) verminderingen van het aantal uren: België lijkt sterk achter te blijven ten opzichte van het gemiddelde in de andere groepen, net als groep 2, waartoe het behoort. Op te merken valt dat het beroep op tijdelijke werkloosheid, dat zeer vaak voorkomt in België, bijvoorbeeld niet tot uiting komt in die categorie, en dat de gesubsidieerde vermindering van het aantal uren niet in alle landen een beschikbare optie was. Vooral in Duitsland en Italië werd dit instrument gebruikt (respectievelijk 36 en 66 %).

Vervroegde-uittredingsregelingen werden over het algemeen minder aangewend, behalve in België, waar dat instrument vrij populair bleef. De situatie is trouwens vergelijkbaar met het beroep op tijdelijke werkloosheid, dat duidelijk gemiddeld het minst gehanteerde instrument blijkt te zijn ongeacht de landengroep, terwijl het in België net een van de meest gebruikte regelingen is.

Al met al lijken de ondernemingen meer geneigd de extensieve marge te verminderen dan de intensieve marge, aangezien ze liever het aantal werknemers verlagen of onder controle houden dan het aantal uren dat ze werken. Deze keuze is echter grotendeels afhankelijk van de kenmerken van de nationale wetgevingen betreffende de arbeidsmarkt.

Aanpassing van de lonen

Voor de ondernemingen vormt het loon een ander kanaal voor aanpassing aan schokken. Uit de via de enquête verzamelde gegevens kunnen twee dimensies worden afgeleid: de frequentie van loonverandering en het percentage bevroren of verlaagde lonen.

Het is niet eenvoudig eenduidige conclusies te trekken uit de frequentie van de basisloonveranderingen, hoewel deze is gedaald ten opzichte van de WDN1-enquête van 2007. Bovendien werd al bewezen dat institutionele factoren de voornaamste determinanten zijn van die veranderingen en van de uitgesproken blijvende verschillen tussen landen. Een lager inflatiepeil kan ook een rol hebben gespeeld. Niettemin worden de basislonen minder vaak veranderd wanneer de ondernemingen worden geconfronteerd met een vraagshok of een verstoring van de toegang tot financiering,

en ze terughoudend staan tegenover een verlaging van de nominale lonen (Izquierdo M., J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rööm en E. Viviano, 2017 te verschijnen). Een lage frequentie van loonverandering kan bovendien ook het teken zijn dat de ondernemingen die de lonen zouden willen verlagen, worden beperkt door een status-quo, wat wijst op het bestaan van een neerwaartse rigiditeit van de lonen.

De ondernemingen hebben tevens vragen beantwoord die erop gericht waren de omvang van de verlagingen en van eventuele bevrozingen van de lonen te beoordelen, zoals in de voorgaande golven van de enquête. Hoewel de lengte van de referentieperiodes niet direct vergelijkbaar is tussen de verschillende enquêtes, steeg het aandeel van de ondernemingen die vermeldden dat ze de lonen ten minste eenmaal hebben verlaagd (zie tabel 1). Tussen de drie geanalyseerde groepen kan een zekere heterogeniteit worden waargenomen. Niet alleen vertoont groep 3 (landen waar het bbp daalt en de werkloosheid stijgt) het hoogste aandeel voor alle ondernemingen samen, maar dat blijft zo naarmate de analyse zich meer toespitst op de ondernemingen die het hardst door de schokken werden getroffen (ze delen het vaakst mee dat ze de lonen moesten verlagen). Groep 1 heeft eenzelfde profiel, maar met een lager aandeel. Daarentegen blijven de landen van groep 2 duidelijk achter bij de twee andere groepen. België was dan weer een van de landen waar loonsverlagingen het minst vaak werden toegepast.

De indicatoren betreffende de bevrozing van lonen verschaffen soortgelijke indicaties en wijzen op het overwicht van neerwaartse rigiditeiten, dat ook wordt bevestigd door andere maatstaven (zie Izquierdo M., J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rööm en E. Viviano, 2017 te verschijnen). Deze neerwaartse rigiditeit van de nominale lonen kan een factor zijn die een optimale aanpassing van de ondernemingen heeft verhinderd en hen ertoe dwong de werkgelegenheid sterker aan te passen, zoals blijkt uit de bovenvermelde analyse. Een andere belangrijke en voor België bijzonder relevante verklarende factor is de rol van de arbeidsreglementering en het loononderhandelingsstelsel, die de keuze voor die optie beperken. Over het algemeen vermijden ondernemingen niettemin de lonen te verlagen uit vrees dat dit het moreel of de inzet van het personeel zou verzwakken en het risico met zich brengt dat de meest productieve werknemers het bedrijf zouden verlaten. Ze gebruiken dit aanpassingskanaal dus pas in allerlaatste instantie of in extreme omstandigheden.

In de landen die te kampen hadden met bijzonder ernstige economische problemen, zoals Griekenland en Cyprus, zijn immers aanzienlijke verlagingen merkbaar. De Griekse en Cypriotische ondernemingen maakten er respectievelijk ten belope van 55 % en 38 % gebruik van. De weerslag van die extreme schokken is niet gemakkelijk af te

TABEL 1 AANDEEL VAN DE ONDERNEMINGEN DIE DE LONEN TEN MINSTE EENMAAL TIJDENS DE PERIODE HEBBEN VERLAAGD
(in %)

	Periode	Groep 1	Groep 2	België	Groep 3	Totaal
Percentage ondernemingen die de lonen ten minste eenmaal verlaagden	2002-2007	–	–	3,1	–	2,3
	2008-2009	–	–	1,0	–	3,1
	2010-2013	4,8	2,3	1,5	7,9	4,6 ⁽¹⁾
Percentage ondernemingen die te lijden hadden onder een daling van de vraag en die de lonen verlaagden	2010-2013	5,7	3,1	0,9	10,2	6,0
Percentage ondernemingen die te lijden hadden onder een daling van de vraag en kredietbeperkingen, en die de lonen verlaagden	2010-2013	10,0	4,1	2,0	13,4	9,4
Percentage ondernemingen die te lijden hadden onder een sterke daling van de vraag en kredietbeperkingen, en die de lonen verlaagden	2010-2013	18,7	3,3	0,0	21,7	13,9

Bronnen : WDN; Izquierdo M., J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rööm en E. Viviano (2017, te verschijnen).

Gewogen resultaten, op schaal gebracht door weglating van de ontbrekende antwoorden.

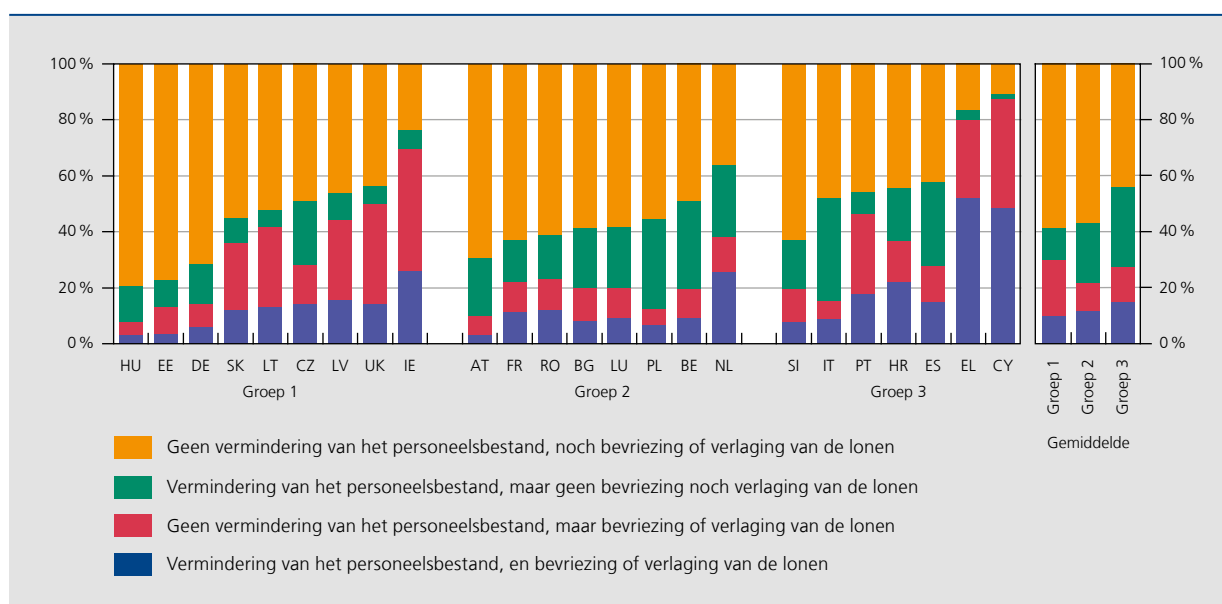
(1) Het totaal voor de landen die ook aan de WDN1-enquête van 2007 deelnamen, bedraagt 4,3%.

leiden uit de enquête, die niet voldoende details verschaft over de intensiteit van de schokken (een belangrijke schok in een zeer zwaar door de crisis getroffen land kan niet direct worden onderscheiden van een belangrijke schok zoals die in een minder hard getroffen land wordt gevoeld). Daartoe moeten verschillende vragen worden gecombineerd of moeten externe indicatoren worden gehanteerd.

Relatief belang van de aanpassingen van lonen en werkgelegenheid

Door de antwoorden op de vraag of ondernemingen de lonen hadden verlaagd of bevroren, te combineren met die over de noodzaak om hun personeelsbestand te verminderen of de samenstelling ervan te wijzigen,

GRAFIEK 5 VERMINDERING VAN DE ARBEIDSKOSTEN: RELATIEF BELANG VAN DE LONEN EN HET PERSONEELSBESTAND
(in %)



Bron: WDN.

Gewogen resultaten, op schaal gebracht door weglating van de ontbrekende antwoorden.

kan worden uitgemaakt welke combinatie het meest werd aangewend om de arbeidskosten te drukken (zie grafiek 5). Daaruit blijkt dat die combinaties zeer heterogeen waren in Europa. De analytische indeling toont echter dat de aanpassingen niet alleen frequenter waren in de landen van groep 3, maar ook dat een groter aandeel van de ondernemingen uit die groep de twee kanalen (lonen en werkgelegenheid) combineerde. De situatie van Griekenland en Cyprus springt in het oog: meer dan 80 % van de ondernemingen die de samenstelling van hun personeelsbestand moesten wijzigen, maakte gebruik van de twee kanalen, en dit bijna systematisch door de lonen te verlagen of te bevriezen. In groep 2 behoorde België tot de landen die de meeste aanpassingen aanbrachten (51 % van de ondernemingen maakte er gebruik van wanneer een aanpassing van de arbeidskrachten nodig was); het bleef daarbij net achter Nederland (64 %) en ver vóór Frankrijk (37 %). In de groepen 2 en 3 werd het meest gekozen voor een vermindering van het personeelsbestand, terwijl de ondernemingen in groep 1 tussen 2010 en 2013 ten minste eenmaal de lonen hebben bevroren of verlaagd. Deze mogelijkheid werd veel minder aangewend in België dan gemiddeld in de andere landen.

Aanpassing van de prijzen

De ondernemingen beschikken niet alleen over de arbeidskosten als aanpassingskanaal, maar kunnen in principe ook ingrijpen via de prijzen. De enquête verschaft daarover informatie, maar dat gedeelte van de vragenlijst werd niet in alle landen afgenomen (enkel de 14 volgende landen hebben die vragen in hun enquête opgenomen: BE, CZ, EE, ES, EL, HU, IE, IT, LT, LU, LV, MT, PL en PT). Hier worden enkele algemene resultaten vermeld. De geïnteresseerde lezer kan de verschillende reeds verschenen landenverslagen raadplegen alsook de bevindingen die later door het WDN-netwerk zullen worden gepubliceerd.

Al met al bevestigen de beschikbare resultaten de uitkomsten van de voorgaande golven van de enquête. Ze wijzen erop dat in de meeste landen de ondernemingen hun prijzen eenmaal per jaar aanpassen. Een minderheid van de bedrijven deelt mee dat ze hun prijsaanpassingsfrequentie tijdens de periode 2010-2013 hebben moeten veranderen. Het percentage is het hoogst in groep 3 en is ook hoger voor de ondernemingen die vermeldden dat ze door een negatieve vraagschok waren getroffen. Meestal ging het om een opwaartse wijziging, dus een versnelling van de prijsaanpassingsfrequentie. De verklarende factoren hingen meestal samen met een verscherpte concurrentie en een volatielere vraag.

4. Hervormingen

Tegelijk met de strategieën die de ondernemingen gebruikten om in te spelen op de crisis, heeft ook de overheid gereageerd, door maatregelen te nemen gaande van beperkte aanpassingen aan de arbeidsmarktinstituties tot fundamenteelere hervormingen. In een deel van de enquête werd de visie van de ondernemingen op die hervormingen onderzocht. In de vragen werd getracht na te gaan in hoeverre de hervormingen de bedrijven in staat stelden beter het hoofd te bieden aan de moeilijkheden, en te bepalen welke aspecten nog voor verbetering vatbaar zijn.

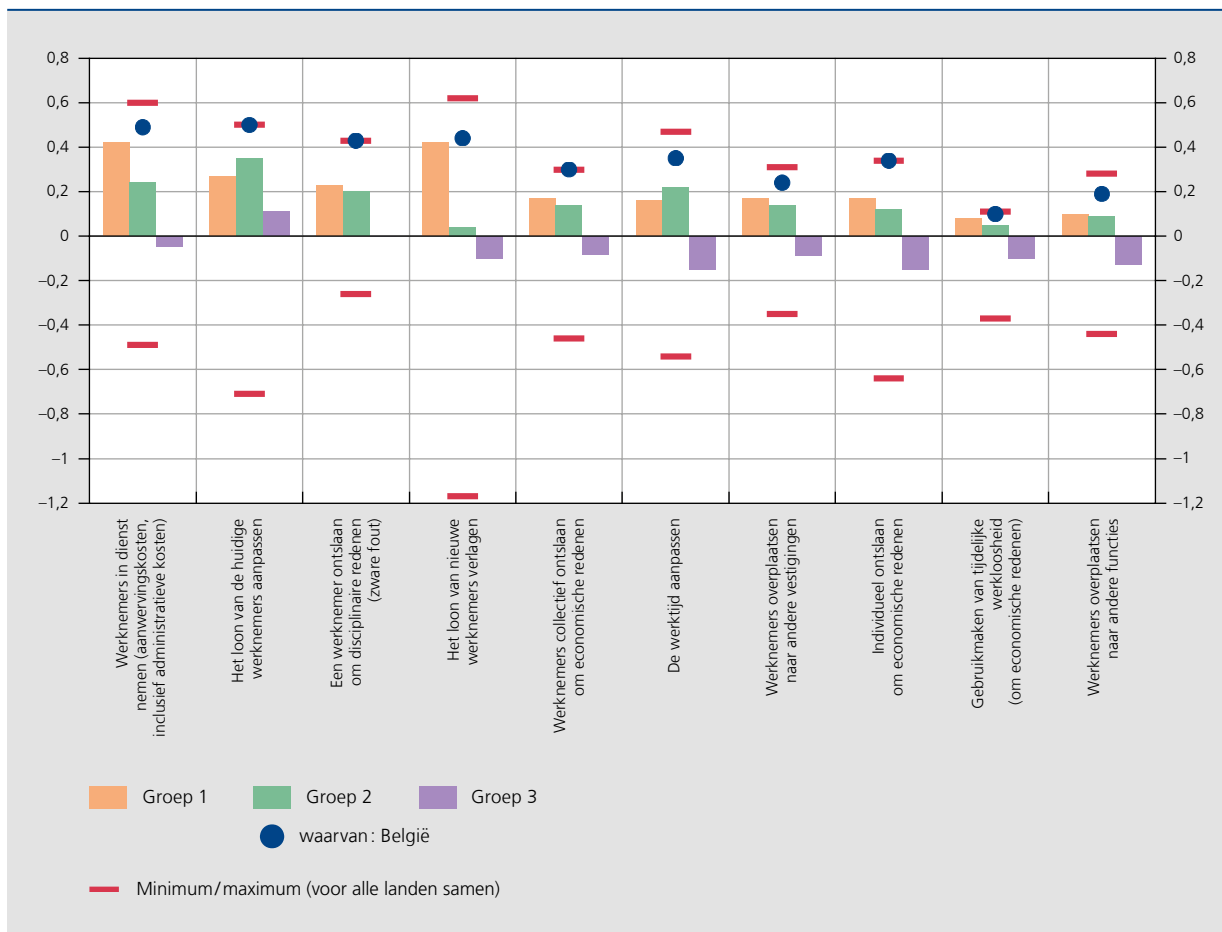
Hoewel een nauwkeurige beschrijving van de in de verschillende landen uitgevoerde maatregelen of hervormingen buiten het bestek van dit artikel valt, kunnen ze in grote trekken worden geschetst. Ze waren in de beginfase van de crisis, tussen 2007 en 2010, vooral erop gericht de werkgelegenheid te handhaven en de negatieve gevolgen voor de meest kwetsbare personen te beperken. Naarmate de ernst van de crisis toenam, werden ingrijpendere hervormingen aangenomen teneinde de efficiëntie van de arbeidsmarkt en het concurrentievermogen te verbeteren. De omvang van de maatregelen was vaak evenredig aan de ondermaatse prestaties van de arbeidsmarkt (zie Izquierdo M., J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Róom en E. Viviano, 2017, te verschijnen). In de landen van groep 1, gekenmerkt door een dalende werkloosheidsgraad, namen de maatregelen bijvoorbeeld de vorm aan van opleidingen voor werklozen en werknemers met een kortlopende arbeidsovereenkomst, om hun inzetbaarheid te verhogen (Duitsland). In verscheidene landen van groep 2, zoals in België, werden maatregelen genomen om de arbeidstijd te verkorten. In die landen werden ook meer structurele maatregelen getroffen, zoals de toegevoegde degressiviteit van de werkloosheidsuitkeringen en het terugschroeven van de mogelijkheden tot vervroegde uittreding met bedrijfstoeslag in België. De meest drastische maatregelen werden echter genomen in de landen van groep 3, met name in de Zuid-Europese landen, waar ze voor een groot deel werden ingevoerd in het kader van steunverleningsprogramma's van het IMF en de EU.

De ondernemingen dienden te beoordelen of, voor tien verschillende handelingen inzake humanresourcesbeleid, bepaalde maatregelen moeilijker of gemakkelijker toe te passen waren dan in 2010. In grafiek 6 worden de resultaten weergegeven voor de drie landengroepen en voor België, waarbij een positief cijfer erop wijst dat de ondernemingen vinden dat het moeilijker is geworden het vermelde beleid te voeren. Het valt op dat de landen van groep 3, die ook het vaakst ingrijpende hervormingen tot stand brachten, effectief antwoorden geven die bevestigen dat deze het humanresourcesbeleid hebben

GRAFIEK 6

IS HET MOEILIJKER OF GEMAKKELIJKER DAN IN 2010 GEWORDEN OM EEN BEPAALD HUMANRESOURCESBELEID TE VOEREN

(Op nul genormaliseerde antwoorden van de ondernemingen, positieve (negatieve) waarden wijzen erop dat de ondernemingen vinden dat het moeilijker (gemakkelijker) is geworden het vermelde beleid te voeren; gemiddelden per groep van landen)



Bron: WDN.
Gewogen resultaten, op schaal gebracht door weglating van de ontbrekende antwoorden.

vergemakkelijkt. Voor de andere groepen van landen geldt eerder het tegendeel, maar de heterogeniteit van de resultaten is andermaal opmerkelijk. België is veeleer een atypisch land. De ondernemingen zijn er immers van oordeel dat de verschillende opgesomde aspecten van het humanresourcesbeleid moeilijker uit te voeren zijn geworden, en dit met percentages die tot de ongunstigste behoren. Voor vier van de tien handelingen (het loon van actieve werknemers aanpassen, een werknemer ontslaan wegens een zware fout of om economische redenen en collectief ontslag) laat België zelfs de meest extreme antwoorden optekenen. Hiervoor bestaat er op het eerste gezicht echter geen directe verklarende factor, zowel wat de toen in België uitgevoerde institutionele hervormingen als de hervormingen van de arbeidsmarkt betreft. Een van de verklaringen, die ook in Cornille (2015) werd aangehaald, is dat het loonmatigingsbeleid weinig ruimte heeft gelaten voor flexibiliteit op bedrijfsniveau, vooral inzake

differentiatie van de lonen. Dit verklaart deels waarom de aanpassing van het loon van de werknemers de maatregel is die de meeste ondernemingen beschouwden als moeilijker uit te voeren dan voorheen. Andere factoren zouden verband kunnen houden met de hervormingen van de vervroegde-uittreddingsregelingen of met de eenmaking van het arbeiders- en bediendenstatuut (hoewel deze pas in 2014 werden ten uitvoer gelegd), waarvan de ondernemingen zouden hebben gevonden dat ze hun flexibiliteit indirect beïnvloedden.

Naast hun oordeel over de hervormingen tijdens de periode 2010-2013, werd de ondernemingen ook gevraagd wat ze de voornaamste belemmeringen vonden die belangrijk zouden blijven in de toekomst, voor het in dienst nemen van werknemers (zie grafiek 7). In de landen van groep 1, waar het verloop van de groei en de werkloosheid gunstig is, lijken de ondernemingen vooral bezorgd

over de beschikbaarheid van voldoende gekwalificeerde arbeidskrachten. Daarentegen lijken ze zich weinig zorgen te maken over de andere mogelijke belemmeringen. De beschikbaarheid van adequaat opgeleid personeel wordt ook een relevante belemmering geacht door de ondernemingen van groep 2, met name in België, terwijl dat niet het geval is voor groep 3. Beide groepen zijn het nochtans eens over de meest relevante belemmeringen, namelijk de onzekerheid over de economische situatie en de hoge loonbelastingen. Voor België moet aan die twee factoren nog het hoge loonniveau worden toegevoegd, dat minder relevant is in de andere landen. België is immers de koploper voor die twee aspecten, het loonpeil en de belastingen. De ontslagkosten blijken relevant in België, alsook in groep 3, terwijl de ondernemingen uit die groep van landen erkennen dat personeel ontslaan

tijdens de afgelopen periode minder moeilijk is geworden. Dit betekent dus dat er ondanks de uitgevoerde hervormingen een zekere mate van rigiditeit blijft bestaan. De overige kosten en de toegang tot financiering worden al met al gemiddeld beschouwd als weinig relevant, hoewel een niet te verwaarlozen deel van de ondernemingen deze factoren blijft beschouwen als een relevante of zeer relevante belemmering, vooral in de groepen 2 en 3 (respectievelijk ongeveer 30% en 40% van de ondernemingen, tegen 16% in groep 1), terwijl dit een aspect is dat minder direct verbonden lijkt met indienstneming.

Conclusie

De enquête naar de loonvorming en de prijsaanpassingen in de ondernemingen die werd uitgevoerd in het kader van het Wage Dynamics Network, leidt tot een zeer uitgebreide databank die klaarheid kan scheppen in de perceptie die de ondernemingen hebben van de arbeidsmarkt en in hun reacties op de crisis tijdens de periode 2010-2013. Dit artikel en het verslag van het netwerk waarop het grotendeels berust, hadden tot doel de voornaamste bevindingen van de enquête toe te lichten, hoewel wordt erkend dat tal van aspecten nog nader kunnen worden bestudeerd. Om die reden zal de databank in de loop van 2017 ter beschikking worden gesteld aan belangstellende onderzoekers.

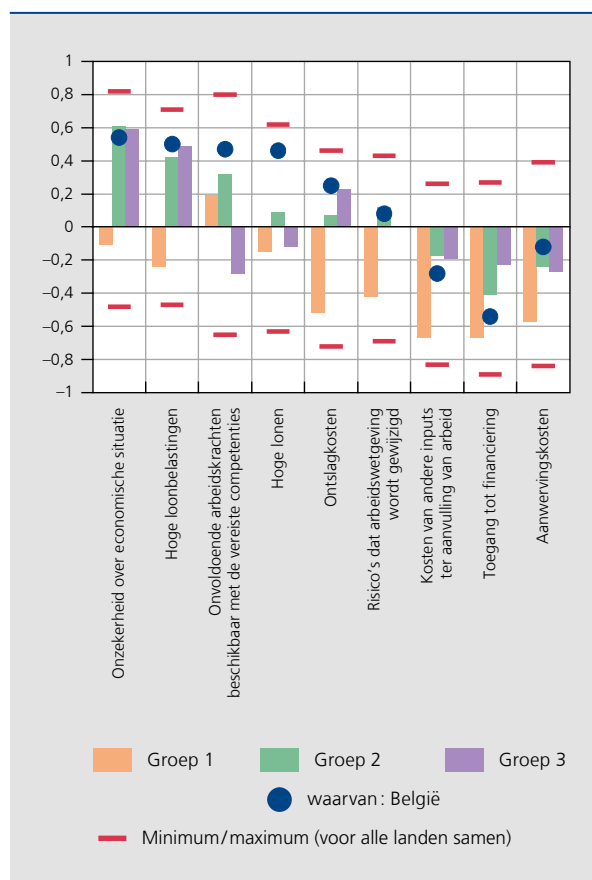
Over het algemeen staven de uit de analyse afgeleide bevindingen de eigenschappen van de arbeidsmarkt die voortvloeien uit de macro-economische indicatoren, terwijl ze een volkomen nieuw inzicht bieden in de percepties van de ondernemingen. Uiteraard hebben niet alle landen de periode van economische onrust op dezelfde wijze doorgemaakt; daarom biedt de indeling van de landen volgens hun resultaten inzake economische groei en verloop van de werkloosheid een nuttige leidraad.

De ondernemingen passen zich via verschillende kanalen aan. Wanneer ze dat doen via de loonkosten, in het bijzonder om het hoofd te bieden aan vraagschokken of een verstoorde toegang tot financiering, wordt vooral het aantal vaste werknemers aangepast, en in mindere mate het loon. De arbeidsmarktinstuties spelen in dat verband een niet te verwaarlozen rol, omdat ze grotendeels de keuzemogelijkheden bepalen. Zo heeft het loonmatigingsbeleid in België de ondernemingen ertoe genoopt andere aanpassingsmarges te verkennen, een situatie die niet even uitgesproken was in andere landen.

Zoals de kenmerken van de arbeidsmarkt van land tot land verschillen, liepen ook de tijdens de periode uitgevoerde maatregelen of hervormingen uiteen. De

GRAFIEK 7 BELEMMERINGEN VOOR DE INDIENSTNEMING VAN WERKNEMERS MET EEN VASTE ARBEIDSOVEREENKOMST VAN ONBEPAALEN DUUR TIJDENS DE PERIODE 2010-2013

Op nul genormaliseerde antwoorden van de ondernemingen, positieve (negatieve) waarden wijzen erop dat de ondernemingen vinden dat de factor relevant (weinig of niet relevant) is



Bron: WDN.
Gewogen resultaten, op schaal gebracht door weglating van de ontbrekende antwoorden.

omvang van die hervormingen lijkt echter te zijn beïnvloed door een drempel-effect: bij een belangrijke schok, waarvan de meest opvallende voorbeelden de situaties zijn waarin steunverleningsprogramma's van het IMF of de EU noodzakelijk waren, dienden de landen ingrijpende hervormingen uit te voeren, terwijl in de meeste andere gevallen de landen meer geleidelijke maatregelen namen. Hoe dan ook blijven er volgens de ondernemingen nog een aantal rigiditeiten bestaan.

Van de belemmeringen voor indienstnemen die de ondernemingen blijven verontrusten, zijn de voornaamste

doorgaans de onzekerheid omtrent de economische situatie en de hoge belastingtarieven, met in België ook nog het hoge loonniveau. Strategieën om de onzekerheid te verminderen, dienen dus te worden aangemoedigd, net als maatregelen ter vermindering van de lasten op arbeid. In België zouden de maatregelen die de federale overheid heeft genomen in het kader van de taxshift die bezorgdheid moeten helpen verlichten. Bovendien zou meer investeren in opleiding het onder meer mogelijk maken het hoofd te bieden aan de uitdagingen waarmee de ondernemingen worden geconfronteerd inzake beschikbaarheid van geschoolde arbeidskrachten.

Bibliografie

Cornille D. (2015), 'Resultaten van de derde ronde van de enquête naar de loonvorming in België', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 123-140.

Druant M., Ph. Du Caju en Ph. Delhez (2008), 'Resultaten van de enquête van de Bank over de loonvorming in de Belgische ondernemingen', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 51-77.

de Walque G., M. Druant, Ph. Du Caju en C. Fuss (2010), 'Wat heeft het Wage Dynamics Network ons geleerd?' NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 57-79.

Izquierdo M., J.F. Jimeno, T. Kosma, A. Lamo, S. Millard, T. Rõõm en E. Viviano (2017, te verschijnen), 'Labour market adjustment in Europe during the crisis: Microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network Survey', mimeo.

De houdbaarheid van de overheidsfinanciën in het licht van de vergrijzing

W. Melyn
L. Van Meensel
S. Van Parys

Inleiding

In zowat alle landen van de wereld veroudert de bevolking aanzienlijk, een ontwikkeling die vergrijzing wordt genoemd. Deze tendens is het verst gevorderd in de geïndustrialiseerde landen. Ook België wordt geconfronteerd met de vergrijzing, die zich de volgende decennia zal voortzetten en tot uiting komt in een toename van de oudere bevolking en een tijdelijke afname van de bevolking op arbeidsleeftijd.

Deze ontwikkelingen hebben een enorme impact op de samenleving. De economische groei vertraagt onder invloed van de tijdelijke inkrimping van de bevolking op arbeidsleeftijd. Daarnaast ontstaat forse opwaartse druk op de overheidsuitgaven voor pensioenen, gezondheids- en ouderenzorg, als gevolg van de sterke toename van het aantal gepensioneerden. De sociale en economische weerslag van deze demografische ontwikkelingen is dan ook aanzienlijk, onder meer op het vlak van de overheidsfinanciën.

In dit artikel wordt toelichting verstrekt bij deze gevolgen en nagegaan op welke wijze de overheid hierop kan reageren, onder meer via een gepast begrotingsbeleid, een groeibevorderend economisch beleid en hervormingen inzake pensioenen en gezondheidszorg, teneinde de overheidsfinanciën gezond te houden.

Het eerste deel van het artikel bevat een overzicht van de belangrijkste demografische ontwikkelingen. In het tweede

deel komen de economische en budgettaire gevolgen van de vergrijzing aan bod. In het derde deel wordt uitgelegd wat onder houdbare overheidsfinanciën wordt verstaan en hoe dit concept kan worden geoperationaliseerd. Vervolgens wordt in het vierde deel uiteengezet hoe de Belgische overheid kan reageren op de gevolgen van de vergrijzing. De conclusie vat de voornaamste bevindingen samen.

1. Demografische ontwikkelingen

Op wereldvlak doen zich twee belangrijke demografische tendensen voor. Allereerst neemt de bevolking in de meeste regio's van de wereld verder toe. Daarnaast veroudert de bevolking in een snel tempo, alhoewel er verschillen zijn tussen de verschillende regio's en landen. Deze tendensen zouden de komende decennia aanhouden.

Hierna komt het demografisch verloop in België aan bod. De hiervoor gebruikte gegevens zijn afkomstig van de meest recente demografische vooruitzichten voor België voor de periode 2015-2060, zoals in maart 2016 gepubliceerd door het Federaal Planbureau en de Algemene Directie Statistiek (ADS) van de FOD Economie. Betrouwbare demografische vooruitzichten zijn belangrijk om zicht te hebben op de toekomstige demografische uitdagingen. Daarbij wordt specifiek aandacht besteed aan de leeftijdsstructuur van de bevolking, aangezien het verloop daarvan bepalend is voor de budgettaire, economische en sociale gevolgen waarmee de beleidsmakers worden geconfronteerd.

1.1 Determinanten van het verloop en de structuur van de bevolking

Drie factoren bepalen het verloop en de structuur van de bevolking, met name de levensverwachting, het gemiddeld aantal kinderen per vrouw en het migratiesaldo. Deze factoren worden hierna achtereenvolgens besproken.

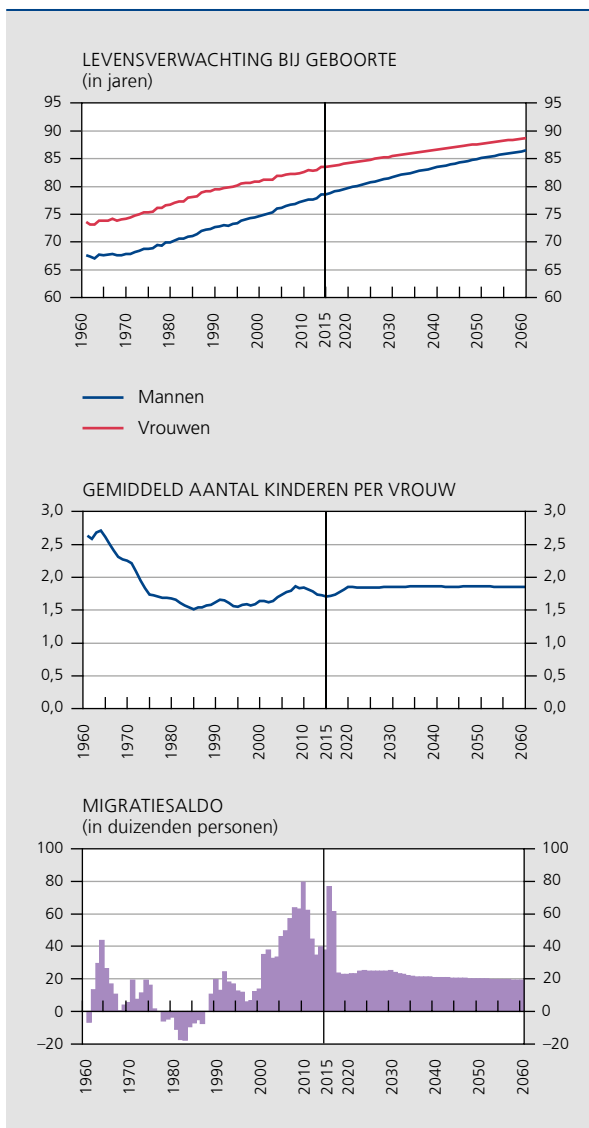
1.1.1 Levensverwachting

De voorbije decennia is de levensverwachting bij geboorte in België sterk toegenomen, van 67,6 jaar in 1960 tot 78,6 jaar in 2015 voor mannen en van 73,6 tot 83,5 jaar voor vrouwen. Deze toename is op de eerste plaats te

verklaren doordat meer kinderen de eerste levensjaren overleven en volwassen worden dankzij de vooruitgang van de medische wetenschap, voornamelijk sinds de eerste helft van de twintigste eeuw. Daarnaast worden steeds meer mensen ouder als gevolg van de belangrijke vooruitgang inzake voedingspatronen en geneeskunde.

De levensverwachting bij geboorte zou gedurende de komende decennia verder toenemen. Volgens de meeste vooruitzichten zal de stijging in de toekomst wat minder sterk zijn dan tijdens de voorbije decennia. Op basis van de meest recente vooruitzichten zou de levensverwachting bij geboorte in België tegen 2060 toenemen tot 86,5 jaar voor mannen en tot 88,7 jaar voor vrouwen. Het verschil tussen de geslachten zou dus kleiner worden.

GRAFIEK 1 DETERMINANTEN VAN HET VERLOOP EN DE STRUCTUUR VAN DE BEVOLKING IN BELGIË



Bronnen: Federaal Planbureau, FOD Economie – ADS, NBB.

1.1.2 Gemiddeld aantal kinderen per vrouw

Na de naoorlogse babyboom die duurde tot de tweede helft van de jaren 1960, toen in België gemiddeld 2,7 kinderen per vrouw werden geboren, is het gemiddeld aantal kinderen per vrouw globaal genomen sterk gedaald. Momenteel bedraagt het ongeveer 1,7.

Behalve door het verdwijnen van de tijdelijke opstoot na de tweede wereldoorlog, is deze ontwikkeling te verklaren door een aantal factoren: de mogelijkheden op het gebied van geboortebepaling zijn toegenomen, de gemiddelde leeftijd waarop wordt getrouwd of samengewoond is omhooggegaan en vrouwen krijgen later kinderen. Deze factoren weerspiegelen ten dele socio-economische tendensen, zoals het gestegen opleidingsniveau van vrouwen en de toegenomen participatie van vrouwen op de arbeidsmarkt.

Volgens de meest recente demografische vooruitzichten zou het gemiddeld aantal kinderen per vrouw gedurende de komende jaren geleidelijk toenemen tot 1,9 in 2035 en daarna vrijwel stabiel blijven. Dat betekent dat de vruchtbaarheid op een historisch relatief laag niveau zou blijven, onder de natuurlijke vervangingsgraad van 2,1.

1.1.3 Migratiesaldo

De derde en laatste factor die het verloop van de totale bevolking en de leeftijdsstructuur bepaalt is het migratiesaldo, dat gelijk is aan het verschil tussen het aantal immigranten en het aantal emigranten.

In België nam het jaarlijks migratiesaldo toe van ongeveer 15 000 personen aan het begin van het millennium tot meer dan 65 000 gedurende de periode 2008-2011. Daarna volgde een tijdelijke terugval en de jongste tijd steeg het saldo opnieuw tot het niveau van vóór de

financiële en economische crisis. Volgens de recentste demografische vooruitzichten zou het migratiesaldo later teruglopen tot een peil tussen 20 000 en 25 000 per jaar. Dit vertegenwoordigt ongeveer 0,2% van de Belgische bevolking.

1.2 De bevolkingsvooruitzichten tonen de impact van de vergrijzing

De verandering in het bevolkingsaantal kan uitgedrukt worden als de som van het natuurlijk accres (aantal geboorten min aantal sterfgevallen), het migratiesaldo en een vrijwel te verwaarlozen statistische aanpassing. Dit kan geïllustreerd worden aan de hand van de Belgische cijfers over de periode 1995-2015, toen de bevolking groeide met gemiddeld 53 800 personen per jaar. Die groei is toe te schrijven aan een natuurlijke aanwas van 15 000 personen per jaar en een migratiesaldo van 37 200 personen. De statistische correctie betreft gemiddeld 1 600 personen per jaar. Volgens de projecties zou de bevolking tot 2060 jaarlijks toenemen met gemiddeld 40 000 personen, van wie 16 000 als gevolg van het natuurlijk accres en 24 000 als gevolg van het migratiesaldo. Deze cijfers tonen aan dat het migratiesaldo gedurende die periodes de belangrijkste factor is voor de verandering van de totale bevolking in België.

De opsplitsing van de totale bevolkingscijfers per leeftijdscategorie geeft een beeld van het verloop van de

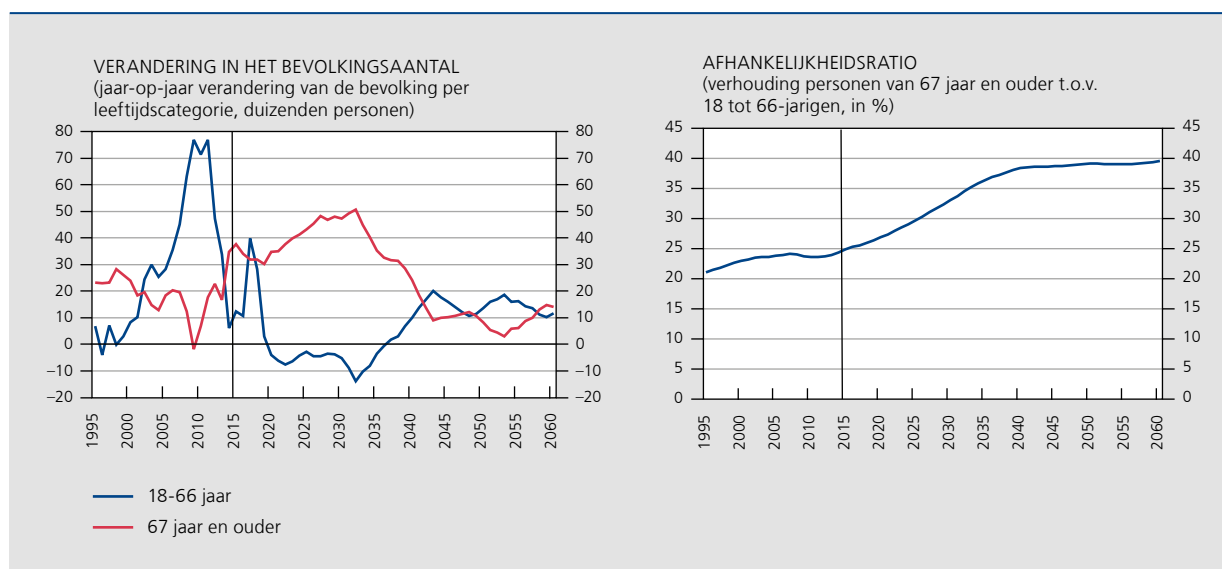
leeftijdsstructuur van de bevolking. Deze structuur zal in de toekomst aanzienlijke wijzigingen ondergaan, met belangrijke economische en budgettaire gevolgen.

Bij de analyse van de leeftijdsstructuur wordt doorgaans een opsplitsing gemaakt tussen de bevolking op arbeidsleeftijd en de andere bevolkingscategorieën, met name de jongeren en de ouderen. In dit artikel werd ervoor geopteerd de bevolking op arbeidsleeftijd gelijk te stellen met de leeftijdscategorie van 18 tot en met 66 jaar. De leeftijd van 67 jaar werd gekozen als leeftijdsgrens omdat dit vanaf 2030 de wettelijke pensioenleeftijd wordt in België. De Studiecommissie voor de Vergrijzing hanteert dezelfde benadering in haar verslag van 2016.

Volgens de recentste demografische vooruitzichten zou de aangroei van de bevolking op arbeidsleeftijd sterk vertragen gedurende de periode 2010-2036 en zelfs negatief worden vanaf 2020. Vanaf 2037 zou er opnieuw een toename komen tot aan het einde van de projectieperiode in 2060. Over het geheel van de periode 2015-2060 zou de bevolking op arbeidsleeftijd met ongeveer 300 000 personen aangroeien. Uitgedrukt in verhouding tot de totale bevolking zou het aandeel van deze leeftijdscategorie vrijwel onafgebroken teruglopen, van ongeveer 64% in 2015 tot 57,2% in 2060.

De leeftijdscategorie van de personen van 67 jaar en ouder, daarentegen, zou tijdens de periode 2015-2060 voortdurend toenemen, met bijna 1,2 miljoen in totaal. Uitgedrukt

GRAFIEK 2 FORSE TOENAME VAN DE AFHANKELIJKHEIDSRATIO, VOORAL ALS GEVOLG VAN EEN TOENAME VAN DE OUDERE BEVOLKING



Bronnen: Federaal Planbureau, FOD Economie – ADS, NBB.

als percentage van de volledige bevolking, zou het aandeel van deze leeftijdscategorie vrijwel onafgebroken stijgen, van 15,9 % in 2015 tot 22,6 % in 2060⁽¹⁾.

Deze twee ontwikkelingen liggen aan de basis van een duidelijke veroudering van de bevolking. Die wordt doorgaans synthetisch weergegeven door de afhankelijkheidsratio van ouderen, hier gedefinieerd als de verhouding tussen het aantal personen van 67 jaar en ouder ten opzichte van het aantal personen van 18 tot en met 66 jaar. Deze ratio nam voor België toe van 21,1 % tot 24,9 % gedurende de periode 1995-2015 en zou op basis van de demografische vooruitzichten verder oplopen tot bijna 40 % in 2060. Anders uitgedrukt, betekent dit dat er in 1995 ongeveer 5 actieven per gepensioneerde waren en dat dit er tegen 2060 naar verwachting nog slechts 2,5 zullen zijn.

In België bestaan er grote regionale verschillen inzake demografisch verloop. Gewestelijke gegevens tonen aan dat de bevolking voornamelijk verouderd in het Vlaams Gewest en, in mindere mate, in het Waals Gewest. In het Brussels Hoofdstedelijk Gewest daarentegen blijft de bevolking op arbeidsleeftijd gedurende de hele periode sterker toenemen dan de bevolking op pensioenleeftijd. Dit kan verklaard worden door de jonge leeftijdsstructuur van de Brusselse bevolking (meer kinderen en personen op arbeidsleeftijd, met name in de leeftijdscategorie van 20 tot 40 jaar) en door de sterkere groei van de bevolking op arbeidsleeftijd in Brussel.

2. Economische en budgettaire gevolgen van de vergrijzing

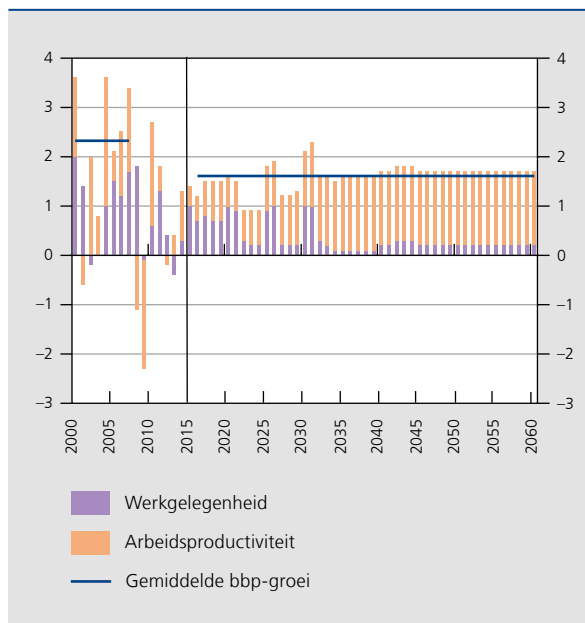
De vergrijzing van de bevolking kan omschreven worden als een demografisch succesverhaal. Tegelijkertijd stelt deze ontwikkeling de overheid voor een aantal uitdagingen wat betreft de zorg voor de ouder wordende bevolking en de daarmee verbonden houdbaarheid van het Belgische sociale model.

2.1 Economische gevolgen

Het eerder besproken verloop van de bevolking op arbeidsleeftijd heeft belangrijke implicaties voor het groeipotentieel van de economie. Volgens het referentiescenario in het verslag van de Studiecommissie voor de Vergrijzing van 2016 zou de werkgelegenheidsgroei immers afnemen ten opzichte van de periode vóór de

(1) Het aandeel van de categorie van de jongeren (0-17 jaar) zou over de hele voorspellingsperiode relatief constant blijven rond 20% van de totale bevolking.

GRAFIEK 3 ECONOMISCHE BEDRIJVGHEID
(veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bron: SCvV.

financiële en economische crisis en vanaf 2032 gemiddeld nog slechts ongeveer 0,2 % per jaar bedragen. De jaarlijkse stijging van de arbeidsproductiviteit zou geleidelijk aantrekken van 0,4 % in 2015 tot 1,5 % vanaf 2035 en zo de belangrijkste en nagenoeg enige motor van de economische groei worden. Bijgevolg zou de gemiddelde potentiële economische groei gedurende de periode 2016-2060 1,6 % bedragen, tegen gemiddeld 2,3 % in de periode vóór de financiële en economische crisis (2000-2007).

In de meeste Europese landen wordt een soortgelijk verloop verwacht. Ook daar zou de toename van de arbeidsproductiviteit de belangrijkste motor van de economische groei worden.

2.2 Budgettaire gevolgen

Op budgettair vlak leidt de vergrijzing de komende decennia tot een stijging van de kosten voor de overheid. Dit is voornamelijk het gevolg van het feit dat meer mensen aanspraak kunnen maken op een pensioen en dat de kosten voor de gezondheidszorg toenemen, onder meer door de veroudering van de bevolking. Alle Europese landen worden met dit probleem geconfronteerd, zij het in uiteenlopende mate. De verschillen weerspiegelen deels de diversiteit van de pensioenstelsels.

In België stelt de Studiecommissie voor de Vergrijzing (SCvV) ramingen op van de budgettaire kosten van de vergrijzing, die worden gedefinieerd als de verandering van de sociale uitkeringen in verhouding tot het bbp.

De weerslag van de veroudering van de bevolking op de overheidsfinanciën wordt geraamd aan de hand van projecties van de sociale uitkeringen, aangezien demografische wijzigingen een belangrijk effect hebben op deze uitgaven. Hierbij wordt een aantal demografische, socio-economische, macro-economische en sociale beleidshypothese gehanteerd. Bij de modellering wordt uitgegaan van een ongewijzigd regelgevend kader, met inbegrip van de reeds goedgekeurde hervormingen, onder meer inzake pensioenen. Maatregelen die op het ogenblik van de publicatie van het verslag van de Studiecommissie voor de Vergrijzing nog niet duidelijk omschreven waren, worden buiten beschouwing gelaten.

Volgens de meest recente ramingen van de Studiecommissie voor de Vergrijzing, die dateren van juli 2016, zouden de demografische ontwikkelingen ertoe leiden dat de sociale uitkeringen op lange termijn

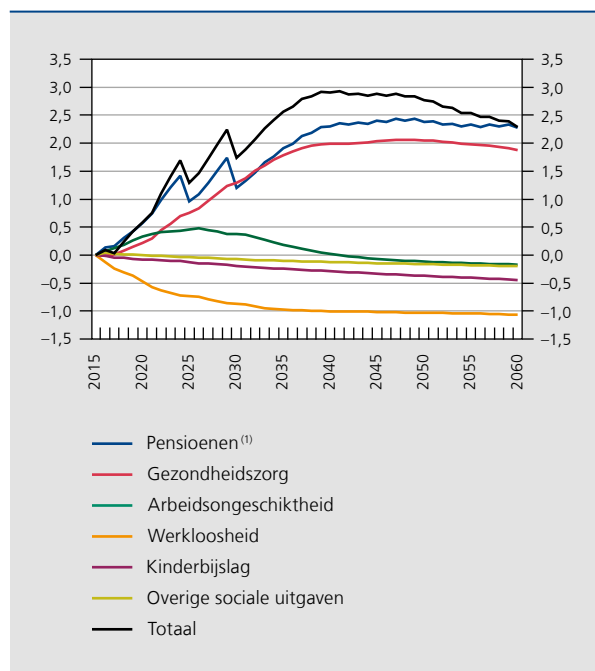
verder toenemen in vergelijking met 2015. Zo zou het geheel van de sociale uitkeringen volgens het referentiescenario stijgen van 25,3 % van het bbp in 2015 tot 27,6 % in 2060, na een recordpeil van 28,2 % te hebben bereikt gedurende de periode 2039-2047. Tijdens die periode zouden de budgettaire kosten van de vergrijzing bijgevolg een piek van 2,9 procentpunt laten optekenen en daarna geleidelijk afnemen tot 2,3 procentpunt in 2060. De uitgaven voor pensioenen en gezondheidszorg zouden gedurende de periode 2015-2060 stijgen met respectievelijk 2,3 en 1,9 procentpunt bbp. Alle andere uitgaven samen zouden dalen met 1,9 procentpunt bbp. Vooral de uitgaven in verband met de werkloosheidsuitkeringen (-1,1 procentpunt bbp) en de kinderbijslag (-0,4 procentpunt bbp) zouden teruglopen. Die daling is het gevolg van de slechts gedeeltelijke welvaartsaanpassingen van de forfaitaire uitkeringen, maar ook van het afnemend aantal gerechtigden in het geval van de werkloosheidsuitgaven.

Er dient benadrukt te worden dat, om deze vooruitzichten te bewerkstelligen, er nood is aan een actief beleid om de productiviteitsgroei te ondersteunen en de arbeidsmarktparticipatie te verhogen. Dergelijke ramingen zijn bovendien slechts indicatief, aangezien ze erg gevoelig zijn voor veranderingen met betrekking tot de aangenomen hypothesen. Ramingen die uitgaan van een andere hypothese inzake de jaarlijkse productiviteitsgroei worden besproken in deel 4.2.

Op Europees niveau worden eveneens ramingen opgesteld van de budgettaire impact van de vergrijzing. De Europese Commissie en de lidstaten werken hiervoor samen langetermijnprojecties uit in het kader van de werkgroep Vergrijzing van het Comité voor economische politiek. De eerste projecties van deze technische werkgroep, die in 1999 werd opgericht, dateren van 2001 en hadden enkel betrekking op de uitgaven voor pensioenen en gezondheidszorg. In 2003 werden deze gegevens vervolledigd met projecties voor onderwijsuitgaven en werkloosheidsuitkeringen. Hieruit blijkt dat bijna alle lidstaten van de EU te maken zullen krijgen met een aanzienlijke toename van de leeftijdsgebonden overheidsuitgaven. De methodologie die de Europese Commissie hiervoor gebruikt is niet volledig vergelijkbaar met die van de Studiecommissie voor de Vergrijzing.

Uit een vergelijking van de eerste twaalf landen die deel uitmaakten van het eurogebied op basis van de cijfers uit het Ageing Report 2015 van de Europese Commissie blijkt dat de leeftijdsgebonden uitgaven in het eurogebied als geheel met 1,5 procentpunt bbp zouden toenemen over de periode 2013-2060.

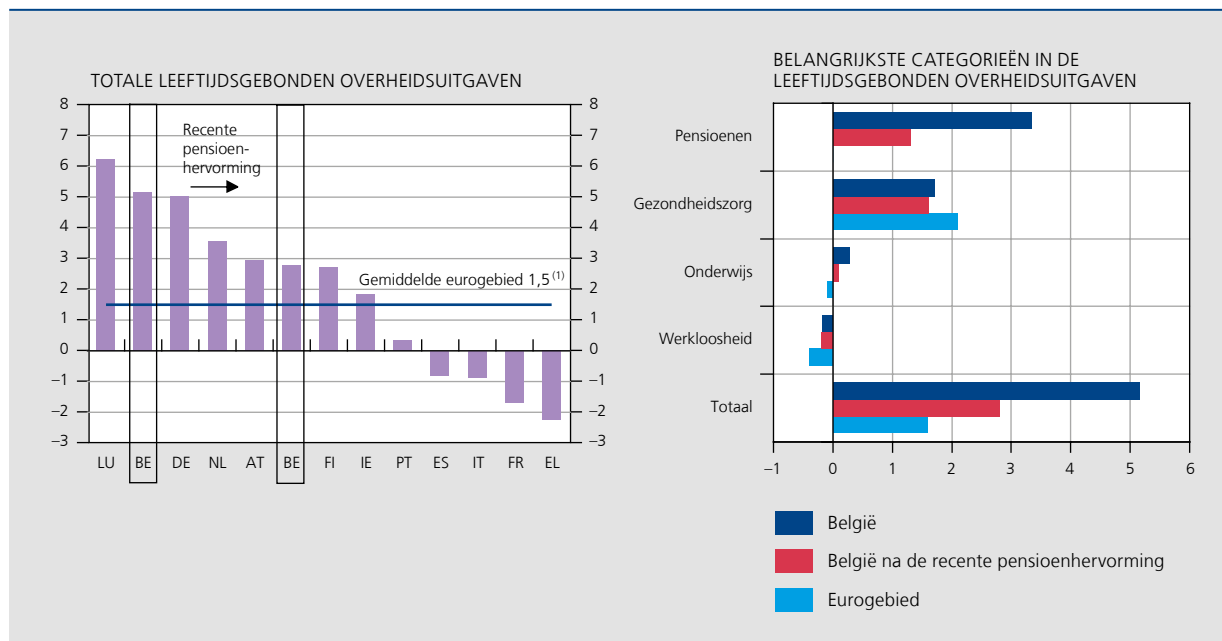
GRAFIEK 4 BUDGETTAIRE KOSTEN VAN DE VERGRIJZING
(verandering van de sociale uitkeringen in procentpunt van het bbp t.o.v. 2015)



Bron: SCvV.

(1) De toename van de uitgaven voor pensioenen tegen 2060 (2,3 procentpunt bbp) kan als volgt worden opgesplitst: 1,5 procentpunt voor het werknemersstelsel, 0,2 procentpunt voor het zelfstandigenstelsel en 0,5 procentpunt voor de pensioenen van de overheidssector.

GRAFIEK 5 INTERNATIONALE VERGELIJKING VAN DE VERWACHTE VERANDERING IN DE LEEFTIJDGEBONDEN OVERHEIDSUITGAVEN
(veranderingen in procentpunt bbp over de periode 2013-2060)



Bronnen: EC, NBB.

(1) Het gemiddelde bedraagt 1,4 indien rekening wordt gehouden met de recente Belgische pensioenhervorming.

Achter dit gemiddelde gaan echter grote verschillen tussen de lidstaten schuil. Aan de ene kant van het spectrum kan een groep van landen onderscheiden worden, namelijk Luxemburg, België (vóór de pensioenhervorming) en Duitsland, waarin de verwachte toename van de vergrijzingskosten 5 procentpunt bbp of meer belooft⁽¹⁾. Aan de andere kant is er een groep van landen bestaande uit Spanje, Italië, Frankrijk en Griekenland waar de leeftijdsgebonden overheidsuitgaven tijdens de periode 2013-2060 zouden afnemen. De daling in deze landen kan grotendeels verklaard worden doordat de overheidsuitgaven in verband met de pensioenen gedurende de projectieperiode teruglopen als gevolg van reeds doorgevoerde hervormingen.

België behoort tot de landen met hoger dan gemiddelde budgettaire kosten van de vergrijzing, zelfs indien rekening wordt gehouden met de neerwaartse impact van de pensioenhervorming van 2015. Dit is voornamelijk toe te schrijven aan het feit dat de verwachte

toename van de pensioenuitgaven in België aanzienlijk hoger ligt dan gemiddeld in het eurogebied.

3. Wat zijn houdbare overheidsfinanciën?

3.1 Theoretisch concept van houdbare overheidsfinanciën

De houdbaarheid van de overheidsfinanciën is geen eenduidig concept. Intuïtief is het nochtans duidelijk dat houdbare overheidsfinanciën impliceren dat de overheid een wanbetaling op de overheidsschuld kan vermijden en dus solvabel is.

Een algemeen aanvaarde definitie van een houdbare overheidsschuld op lange termijn houdt in dat de overheid haar huidige verplichtingen in verband met de schuld zal kunnen nakomen aan de hand van toekomstige primaire overschotten (dit zijn overschotten op de begrotingsbalans ongerekend rentelasten). Formeel heet het dat aan de intertemporele budgetrestrictie moet worden voldaan, wat betekent dat de waarde van de huidige schuld gelijk is aan de huidige waarde van toekomstige primaire overschotten. Daarbij wordt verondersteld dat aan de

(1) De Europese Commissie hield in het oorspronkelijke Ageing Report 2015 nog geen rekening met de impact van de pensioenhervorming van 2015. Eind vorig jaar publiceerde ze evenwel een aangepaste raming van de vergrijzingskosten voor België, waarin deze pensioenhervorming wel in aanmerking wordt genomen. In deze raming werden de kosten voor België bijgesteld van 5,2 naar 2,8 procentpunt bbp. De vergrijzingskosten voor het eurogebied zouden door deze aanpassing voor België dalen van 1,5 tot 1,4 procentpunt bbp.

huidige contractuele verplichtingen in verband met de schuld wordt voldaan, en er dus geen wanbetaling of uitstel plaatsvindt, en dat schuld evenmin door de monetaire overheid wordt gemonetiseerd door middel van een oplopende inflatie. Indien de huidige schuld groter is dan de geactualiseerde waarde van de toekomstige primaire overschotten die bij ongewijzigd beleid worden verwacht, dan zijn extra consolidatiemaatregelen onafwendbaar om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te garanderen. Aangezien er een bovengrens is aan de haalbaarheid van toekomstige primaire overschotten, bijvoorbeeld in verband met de begrensde belastingdruk die een economie verdraagt of saneringsmoeheid die na verloop van tijd kan optreden, heeft de intertemporele budgetrestrictie tot gevolg dat er een bovengrens is aan de schuldgraad; boven dit maximumpeil wordt de overheid insolvent.

De intertemporele budgetrestrictie betekent niet dat een land met overheidsschulden zich in de toekomst enkel nog primaire begrotingsoverschotten kan veroorloven om solvabel te zijn. Het kan zijn dat tekorten en een toename van de schuld in bepaalde periodes zelfs wenselijk zijn. Op lange termijn moeten die echter gecompenseerd worden met overschotten.

Hoewel de solvabiliteit van de overheid vanuit een langetermijnperspectief moet worden bekeken, kunnen ontwikkelingen op korte termijn er een impact op hebben, in het bijzonder met betrekking tot de liquiditeit van de overheidsschuld. Jaarlijks wordt een belangrijk deel van de schuld immers hernieuwd en de financiële markten moeten bijgevolg voortdurend bereid gevonden worden om de schuld te (her-)financieren, anders dreigt voor de overheid een liquiditeitsprobleem. In bepaalde periodes, zoals tijdens de recente overheidsschuldencrisis die in het bijzonder sommige landen van het eurogebied trof, kunnen de financiële markten het vertrouwen in de overheid van een land verliezen, waardoor de financiering zeer duur of zelfs onmogelijk wordt. Hoewel het sentiment van de financiële markten niet altijd het fundamentele inzicht in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën weerspiegelt, kan een gebrek aan toegang tot financiering op korte termijn de solvabiliteit in het gedrang brengen. Bij de brede analyse van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën moet dus ook rekening gehouden worden met factoren die de houdbaarheid van de schuld beïnvloeden op korte termijn, zoals de liquiditeit.

3.2 Indicatoren van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën

Om de huidige waarde van toekomstige begrotingsaldi te berekenen, teneinde na te gaan of een land

al dan niet consolidatiemaatregelen moet nemen om aan de intertemporele budgetrestrictie te voldoen, moeten tal van hypothesen in aanmerking worden genomen, bijvoorbeeld met betrekking tot de toekomstige macro-economische omgeving, het verloop van overheidsinkomsten en -uitgaven bij ongewijzigd beleid, rentevoeten, enz. Op basis van dergelijke veronderstellingen berekent de Europese Commissie twee houdbaarheidsindicatoren – de zogeheten S1 en S2 – die aangeven in welke mate het primair saldo in de toekomst moet verbeteren om de schuld op een bepaald niveau te houden. Daarbij wordt telkens ook rekening gehouden met de verwachte budgettaire kosten van de vergrijzing. Voor België werd de neerwaartse impact van de pensioenhervorming van 2015 in aanmerking genomen.

3.2.1 De S2-houdbaarheidsindicator

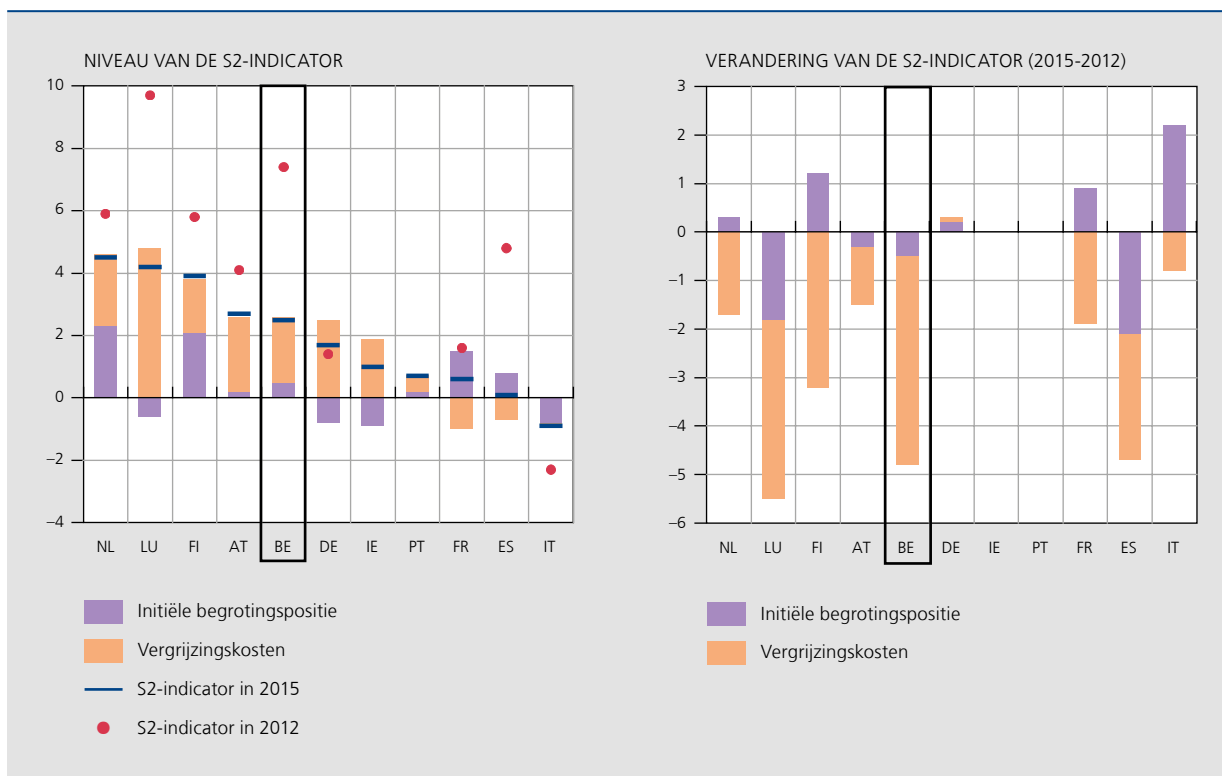
De S2-houdbaarheidsindicator van de Europese Commissie sluit nauw aan bij de intertemporele budgetrestrictie. Hij geeft per land weer welke verandering van het structureel⁽¹⁾ primair saldo nodig is om de schuldgraad te stabiliseren op lange termijn, rekening houdend met de kosten van de vergrijzing. Als een land deze structurele verandering onmiddellijk realiseert, is voldaan aan de intertemporele budgetrestrictie.

Met de S2-indicator geeft de Europese Commissie dus een indicatie van de budgettaire aanpassing die een land moet verwezenlijken om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn te verzekeren. Een positieve S2-indicator betekent dat de toekomstige primaire overschotten, bij ongewijzigd beleid en rekening houdend met de kosten van de vergrijzing, ontoereikend zijn om de huidige overheidsschuld te kunnen terugbetalen. Een S2-indicator van 2,5 % bbp, zoals voor België, geeft aan dat het structureel primair saldo permanent 2,5 % bbp hoger zou moeten liggen dan het huidige structureel primair saldo om de schuldgraad te stabiliseren op lange termijn.

Een positieve S2-indicator betekent niet noodzakelijk dat de overheidsfinanciën onhoudbaar zijn, maar wel dat consolidatie-inspanningen nodig zijn om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te waarborgen. De waarde van de S2-indicator moet gezien worden als een referentiepunt en niet noodzakelijk als een beleidsaanbeveling. Zo is het mogelijk dat een saneringsinspanning ter waarde van S2 op korte termijn niet wenselijk is. Voorts valt op te merken dat de S2-indicator

(1) Dit wil zeggen gezuiverd voor niet-recurrente factoren en de invloed van de conjunctuur.

GRAFIEK 6 S2-INDICATOR: VEREISTE VERANDERING VAN HET STRUCTUREEL PRIMAIR SALDO OM AAN DE INTERTEMPORELE BUDGETRESTRICTIE TE VOLDOEN
(in % bbp)



Bron: EC.

geen betrekking heeft op het vereiste niveau van de schuldgraad, maar enkel de stabilisatie ervan beoogt. Bijgevolg moet de S2-indicator met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden, in het bijzonder voor landen met een hoge schuldgraad.

De S2-indicator kan worden opgesplitst in twee componenten, namelijk de budgettaire aanpassing die nodig is met het oog op de initiële begrotingspositie en de budgettaire aanpassing die nodig is ten gevolge van de verwachte vergrijzingskosten. De eerste component geeft het verschil weer tussen het structureel primair saldo dat nodig is om de huidige schuldgraad te stabiliseren en het huidig structureel primair saldo, ervan uitgaande dat dit huidig saldo eeuwig hetzelfde zou blijven. De tweede component geeft de extra budgettaire aanpassing weer die nodig is met het oog op de verwachte toekomstige kosten van de vergrijzing, die ervoor zorgen dat het huidig structureel primair saldo bij ongewijzigd beleid zou verslechteren en niet constant zou blijven. Deze component komt dus overeen met de huidige (verdisconteerde) waarde van de toekomstige vergrijzingskosten.

Voor België bedraagt de eerste component 0,5% bbp en de tweede component 2,1% bbp. Dit betekent dat, ongerekend de vergrijzingskosten, het structureel saldo met 0,5% bbp moet verbeteren om de schuldgraad te stabiliseren op lange termijn. Daarenboven is nog een verbetering van het structureel saldo van 2,1% bbp nodig om de vergrijzingskosten op te vangen.

In vergelijking met de andere oorspronkelijke landen van het eurogebied, bevindt België zich in de middenmoot. In de meeste landen, ook in België, vormen vooral de vergrijzingskosten een bedreiging voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Opmerkelijk is de lage, zelfs negatieve score voor Italië, hoewel dit land de hoogste schuldgraad heeft van alle voorgestelde landen. Dit komt omdat het initiële begrotingssaldo van Italië bijdraagt tot een lichte daling van de schuld. Bovendien zullen de kosten in verband met de vergrijzing van de bevolking naar verwachting niet toenemen.

Uit een vergelijking tussen de S2-indicator van 2012 en die van 2015 blijkt dat de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn in vrijwel alle landen is verbeterd,

behalve in Italië⁽¹⁾. België behoort tot de landen met de sterkste daling. Ten opzichte van 2012 is de vereiste structurele primaire inspanning teruggelopen met 4,8% bbp, voornamelijk als gevolg van de gunstiger verwachtingen inzake de vergrijzingskosten. Dit heeft te maken met, enerzijds, de structurele hervormingen die de regeringen sinds 2012 ten uitvoer hebben gelegd, vooral inzake arbeidsmarktbeleid en pensioenen, om de verwachte uitgaven te beteugelen en de verwachte groei te ondersteunen, en, anderzijds, een herziening van de demografische hypothesen. Ook de verbetering van de structurele primaire begrotingspositie tussen 2012 en 2015 heeft hiertoe bijgedragen.

3.2.2 De S1-houdbaarheidsindicator

De S1-houdbaarheidsindicator van de Europese Commissie geeft aan hoeveel de gecumuleerde verandering van het structureel primair saldo gedurende 5 jaar moet belopen

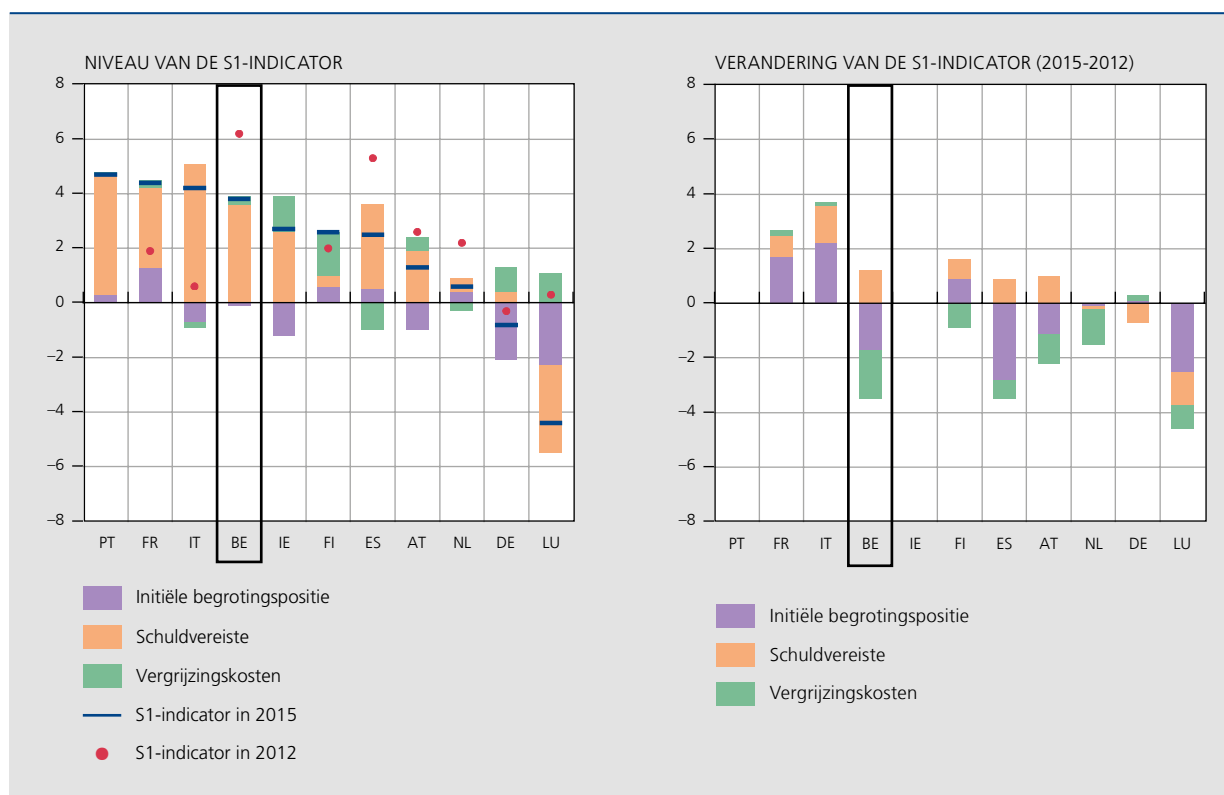
- (1) De S2-indicator wordt slechts om de drie jaar gepubliceerd door de Europese Commissie, namelijk in het 'Fiscal sustainability report'. Het laatste rapport dateert van begin 2016 ('Fiscal Sustainability Report 2015') en het vorige van eind 2012.
- (2) Tenslotte wordt bij de berekening van de te leveren aanpassing bij de S1 rekening gehouden met een gespreide aanpassing over 5 jaar, terwijl de S2 uitgaat van een onmiddellijke aanpassing van het structureel saldo.

om in 2030 uit te komen op een schuldgraad van 60% bbp, de drempelwaarde volgens het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie.

In tegenstelling tot de S2-indicator vereist de S1-indicator dus geen stabilisatie van de schuldgraad, maar een convergentie naar 60% bbp. Een hogere initiële schuldpositie betekent dan ook dat een grotere inspanning vereist is. Net als in de S2-indicator, wordt in de S1-indicator rekening gehouden met de verwachte kosten van de vergrijzing, maar de periode waarop de S1-indicator betrekking heeft, is beperkt tot 2030⁽²⁾.

De S1-indicator kan eveneens worden opgesplitst in deelcomponenten. De eerste component, de 'initiële begrotingspositie', geeft aan hoeveel het structureel primair saldo moet veranderen om de schuldgraad te stabiliseren, in de veronderstelling dat dit saldo tot 2030 behouden blijft. De tweede component, de 'vergrijzingskosten', geeft aan welke extra verbetering van het structureel primair saldo nodig is om de schuldgraad te stabiliseren, gelet op de vergrijzingskosten. De derde component, de 'schuldvereiste', geeft aan in welke

GRAFIEK 7 S1-INDICATOR: VEREISTE VERANDERING VAN HET STRUCTUREEL PRIMAIR SALDO OM EEN SCHULDGRAAD VAN 60% BBP TE BEREIKEN TEGEN 2030 (in % bbp)



Bron: EC.

mate het structureel primair saldo daarbovenop moet veranderen om de overheidsschuld tegen 2030 tot 60 % bbp terug te brengen.

Om de schuldgraad in België tegen 2030 terug te brengen tot 60 % bbp, moet het structureel primair saldo verbeteren met 3,8 % bbp, gespreid over 5 jaar. Veruit het grootste deel hiervan, namelijk 3,6 procentpunt, is toe te schrijven aan de hoge schuldgraad in België, die bij de berekening van de indicatoren 106,7 % bbp bedroeg. Gelet op de kortere periode waarop de indicator van toepassing is, is het effect van de vergrijzingskosten een stuk beperkter dan in het geval van de S2-indicator.

Vergeleken met de andere oorspronkelijke landen van het eurogebied, blijkt België als gevolg van zijn hoge schuldgraad een minder gunstige S1-score te laten optekenen. Italië, met een schuldgraad van meer dan 130 % bbp, zou een zeer forse inspanning moeten leveren om zijn schuld terug te dringen naar het vereiste niveau. Luxemburg daarentegen, met één van de minst goede S2-scores, scoort gunstig op middellange termijn wegens de lage schuldgraad van ongeveer 20 % bbp. Het is dus zinvol om de scores van beide houdbaarheidsindicatoren samen te bekijken en de verschillende deelcomponenten in aanmerking te nemen.

4. Hoe kan de overheid inspelen op de uitdaging van de vergrijzing?

De voorgaande analyse maakt duidelijk dat het aanpakken van de vergrijzing een belangrijke plaats op de politieke agenda verdient. Om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn te waarborgen in het licht van de vergrijzing, werd op Europees niveau een driedelige beleidsstrategie uitgewerkt, die hierna als leidraad wordt voorgesteld. Deze strategie omvat een gezondmaking van de overheidsfinanciën, een actief beleid om het potentiële bbp te verhogen en een beperking van de vergrijzingsgebonden uitgaven. In dit hoofdstuk worden deze drie aspecten nader toegelicht, met bijzondere aandacht voor de situatie in België.

4.1 Budgettaire strategie

De overheid dient gezonde begrotingssituaties te bewerkstelligen en te handhaven, alsook de overheidsschuld terug te dringen. Dit is onder meer noodzakelijk om de nodige beleidsruimte te creëren om de vergrijzingskosten op te vangen. Hiertoe moet ze extra consolidatiemaatregelen nemen, teneinde op middellange termijn een structureel evenwicht te bereiken. Deze sanering moet

vooral berusten op een selectieve vermindering van de uitgaven. Daarnaast moet worden gestreefd naar een correcte belastinginning en kunnen marges in sommige ontvangsten worden benut.

Hoewel de overheid dankzij structurele maatregelen erin geslaagd is om de verwachte vergrijzingskosten sterk te drukken, blijven deze kosten aanzienlijk. In combinatie met de hoge overheidsschuld, die het criterium van 60 % bbp van het Verdrag van Maastricht ver overschrijdt, en het begrotingstekort, dat in 2015 nog 2,5 % bbp bedroeg, blijft de houdbaarheid van de Belgische overheidsfinanciën een aandachtspunt.

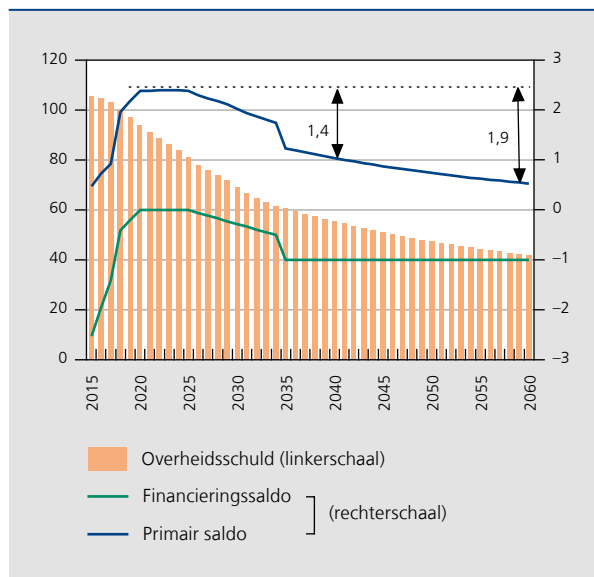
Door zich te houden aan het Europese begrotingskader zou België de houdbaarheid van zijn overheidsfinanciën kunnen vrijwaren. Indien deze voorwaarde wordt vervuld, zal een budgettaire marge ontstaan die kan worden aangewend om de vergrijzingskosten op te vangen. Enerzijds zal de versnelde schuldafbouw immers de rentelasten doen dalen, en anderzijds kan worden ingeteerd op het begrotingssaldo.

Die visie wordt gestaafd door de resultaten van een simulatieoefening met betrekking tot het verloop van de overheidsfinanciën op lange termijn. Bij deze oefening wordt uitgegaan van de hypothese dat in 2018 een structureel begrotingsevenwicht zal worden bereikt, wat overeenkomt met de doelstelling in het stabiliteitsprogramma van april 2016, en dat dit evenwicht zal gehandhaafd worden tot in 2025. Het financieringssaldo van de overheid zou na 2025 tenderen naar een tekort van 0,5 % bbp. Nadat de schuldgraad onder de 60 % bbp is gezakt, zou het tekort oplopen tot 1 % bbp. Dit traject is volledig consistent met het Europese begrotingskader, waarin wordt bepaald dat het begrotingstekort op middellange termijn maximaal 0,5 % bbp mag bedragen, maar tot 1 % bbp mag oplopen in landen waar de schuldgraad lager is dan 60 % bbp en de risico's op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn beperkt zijn. Bij deze oefening worden voorts de groeihypothese uit het referentiescenario van de Studiecommissie voor de Vergrijzing gehanteerd. Volgens dat scenario zal de arbeidsproductiviteit tijdens de periode 2016-2060 met gemiddeld 1,3 % per jaar toenemen, terwijl de werkgelegenheid met 0,3 % zal groeien, waardoor de groei van de economische bedrijvigheid gemiddeld 1,6 % per jaar zal bedragen.

Volgens deze simulatie-oefening zou het primair saldo 2,4 % bbp bedragen in 2020 en vervolgens geleidelijk teruglopen tot 1 % in 2040 en verder tot 0,5 % bbp in 2060. De toegestane verslechtering van het primair overschot met 1,4 % bbp tussen 2020 en 2040 bedraagt iets minder dan de helft van de tijdens die periode verwachte

GRAFIEK 8 HET BEGROTINGSTRAJECT VAN HET STABILITEITSPROGRAMMA LAAT TOE EEN DEEL VAN DE VERGRIJZINGSKOSTEN VOORUIT TE FINANCIEREN⁽¹⁾

(in % bbp)



Bronnen: SCvV, INR, NBB.

(1) Op basis van de macro-economische hypothesen van het referentiescenario van de SCvV en van de hypothese dat de impliciete rente op de overheidsschuld zou stijgen tot 3,75% in 2035 en zich vervolgens op dat niveau zou stabiliseren.

impact van de vergrijzingskosten. Tegen 2060 zou uit de daling van het primair surplus een marge ontstaan die bijna overeenkomt met de verwachte vergrijzingskosten. De schuld zou rond het jaar 2035 onder de drempelwaarde van 60% bbp zakken.

Om ook in de toekomst de sociale uitkeringen en de andere uitgaven te kunnen financieren zonder de belastingdruk bovenmatig te moeten opvoeren, is het derhalve raadzaam om, overeenkomstig de regels van het Europese begrotingskader, de begrotingssituatie te verbeteren ten einde een structureel evenwicht te bereiken.

4.2 Strategie voor duurzame groei

Tevens dient een actief beleid te worden gevoerd om het potentiële bbp te verhogen. Vooral op vlak van de bevordering van de werkgelegenheid zijn er daartoe mogelijkheden, gelet op de vanuit internationaal perspectief relatief lage werkgelegenheidsgraad in België. Daarnaast dient de arbeidsproductiviteit te worden ondersteund. Hoewel vooral particuliere initiatieven ten grondslag liggen aan de stijging van de productiviteit, kan de overheid een belangrijke bijdrage leveren door gunstige randvoorwaarden te creëren via gerichte

overheidsinvesteringen en uitgaven voor onderzoek en ontwikkeling, door een efficiëntere marktwerking, ondernemerschap en creativiteit te bevorderen, door de werking van de instellingen te verbeteren, enz. De wijze waarop de toekomstige overheidsuitgaven, met inbegrip van de vergrijzingskosten, kunnen worden gefinancierd hangt immers in belangrijke mate af van de economische groei in de komende jaren.

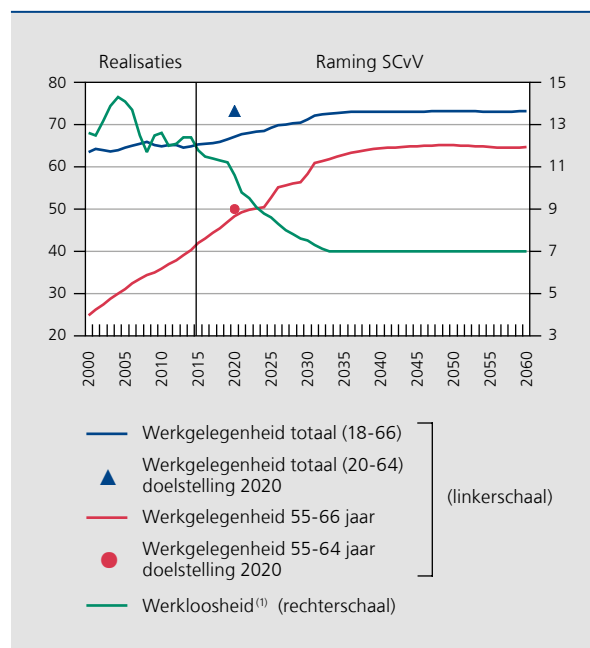
De economische groei vloeit voort uit twee componenten, namelijk de groei van de werkgelegenheid en de toename van de arbeidsproductiviteit. Het is dus van belang beide componenten zoveel mogelijk te ondersteunen via een actief overheidsbeleid.

4.2.1 Werkgelegenheid

België beschikt nog over een ruime marge wat betreft de toename van de werkgelegenheid. In 2015 bedroeg de werkgelegenheidsgraad in de leeftijdscategorie van 20 tot 64 jaar in België 67,2%, terwijl de doelstelling volgens de Europa 2020-strategie voor groei en banen 73,2% belooft. In de leeftijdscategorie van 55 tot 64 jaar kwam de Belgische werkgelegenheidsgraad in 2015 uit op 44,7%, terwijl de doelstelling tegen 2020 is vastgelegd op 50%.

GRAFIEK 9 EEN GUNSTIG VERLOOP VAN DE WERKGELEGENHEID VERGT EEN ACTIEF ARBEIDSMARKTBELEID

(in % van de overeenstemmende bevolking)



Bron: SCvV.

(1) Het betreft de administratieve definitie van de werkloosheidsgraad.

De Studiecommissie voor de Vergrijzing gaat in haar referentiescenario uit van een gestage stijging van de werkgelegenheid tussen 2015 en 2035. Tijdens de periode 2015-2060 zou de werkgelegenheidsgraad toenemen met 7,9 procentpunt, van 65,3 % tot 73,2 % (voor 18- tot 66-jarigen). Ten eerste zal de activiteitsgraad naar verwachting met 4,6 procentpunt stijgen. Dit wil zeggen dat een groter aandeel van de bevolking op arbeidsleeftijd beschikbaar zal zijn voor de arbeidsmarkt, als werkende of werkzoekende. De stijging doet zich voornamelijk voor bij 55- tot 66-jarigen, als gevolg van de pensioenhervorming en de groeiende deelname van vrouwen op de arbeidsmarkt. Ten tweede wordt verwacht dat het aandeel van de werkenden in de beroepsbevolking zal toenemen. Op lange termijn zou de werkloosheidsgraad immers dalen van 11,8 % momenteel tot 7 % ⁽¹⁾.

In bovenstaande hypothesen is rekening gehouden met de tot midden 2016 goedgekeurde maatregelen inzake pensioen- en arbeidsmarkthervormingen, zoals de aanpassing van het stelsel van inschakelingsuitkeringen, de aangescherpte voorwaarden inzake toegang tot het stelsel van werkloosheid met bedrijfstoeslag ⁽²⁾, strengere eisen op het vlak van beschikbaarheid voor de arbeidsmarkt, striktere controles voor toegang tot tijdskrediet en loopbaanonderbreking, enz. Het werkgelegenheidsbeleid moet er ook in de toekomst op gericht zijn de werkgelegenheidscreatie maximaal te ondersteunen. Bijzondere aandacht moet hierbij uitgaan naar het remediëren van de erg lage werkgelegenheidsgraad van bepaalde kansengroepen die het moeilijk hebben om de opstap naar de arbeidsmarkt te maken.

(1) De werkloosheidsgraad wordt berekend aan de hand van het administratieve concept en niet het enquêteconcept dat meestal wordt gebruikt voor internationale vergelijkingen.

(2) Dit zijn de vroegere brugpensioenen.

Ondanks een verbetering ten opzichte van het jaar 2000, ligt de werkgelegenheidsgraad van 55-plussers in België 9,1 procentpunt onder het gemiddelde van het eurogebied, en veel lager dan in Duitsland en Nederland. De opeenvolgende hervormingen sinds 2011, waarbij onder meer de voorwaarden voor toegang tot vervroegd pensioen werden aangescherpt, hebben echter nog niet volop effect gesorteerd. Ook het statuut van de niet-werkzoekende oudere werkloze werd veranderd: sinds 2015 zijn nieuwe werklozen tot de leeftijd van 65 verplicht werk te zoeken.

De arbeidsmarktparticipatie van jongeren en laaggeschoolden is in België tijdens de afgelopen vijftien jaar eveneens achteruitgegaan. De daling van de werkgelegenheid bij de jongeren is echter deels toe te schrijven aan een groter percentage studenten en aan de verlenging van de studieduur. België is het Europese land met de laagste werkgelegenheidsgraad voor niet-Europese staatsburgers, en het verschil in werkgelegenheidsgraad tussen deze bevolkingsgroep en de eigen staatsburgers is er veel groter dan gemiddeld in Europa. Elk van die groepen verdient dus bijzondere aandacht, in het bijzonder door middel van opleiding en de bestrijding van discriminatie. Voorts is het van belang ervoor te zorgen dat de asielzoekers op de arbeidsmarkt worden ingeschakeld. Zij beschikken over een aantal troeven; ze zouden met name de vergrijzing van de bevolking enigszins kunnen tegengaan. Terwijl 21 % van de Belgische bevolking tussen 18 en 34 jaar oud is, behoort ongeveer de helft van de asielzoekers immers tot die leeftijdscategorie.

4.2.2 Productiviteit

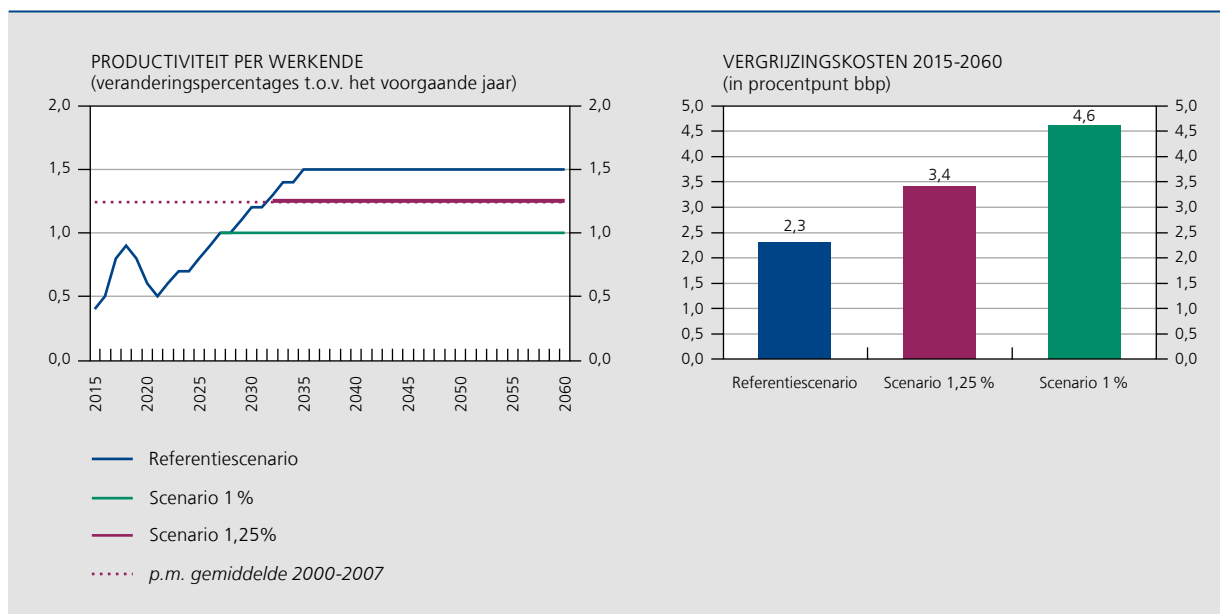
Ook de tweede component van de economische groei, de toename van de arbeidsproductiviteit, is van groot belang

TABEL 1 WERKGELEGENHEIDSGRAAD VAN KANSENGROEPEN
(in % van de overeenstemmende bevolking van 20 tot 64 jaar, tenzij anders vermeld; 2015)

	België	<i>p.m. België, verandering sinds 2000⁽¹⁾</i>	Duitsland	Frankrijk	Nederland	Eurogebied
Totaal	67,2	+1,8	78,3	69,5	76,6	69,3
20 tot 29-jarigen	57,1	-7,6	71,8	60,8	75,7	59,1
55 tot 64-jarigen	44,7	+17,9	67,0	48,8	62,2	53,8
Niet-EU-staatsburgers	44,3	<i>n.</i>	57,1	45,6	50,5	56,0
Laaggeschoolden	45,8	-4,2	59,3	50,6	60,0	52,7

Bron: EC

(1) In procentpunt.



Bron: SCvV.

om een economisch draagvlak te creëren voor de financiering van de vergrijzingskosten.

Volgens het referentiescenario van de Studiecommissie voor de Vergrijzing trekt de productiviteitsgroei op jaarbasis gestaag aan van 0,5% in 2021 tot 1,5% in 2035, en blijft hij daarna constant. Over de hele periode bedraagt de gemiddelde productiviteitsgroei 1,2% per jaar, wat ongeveer overeenkomt met de gemiddelde productiviteitsgroei in de periode 2000-2007, maar relatief hoog is in het licht van de recente waarnemingen. De Ageing Working Group gaat uit van een jaar-op-jaar groei van 1,5% op lange termijn.

Twee alternatieve scenario's met een lagere productiviteitsgroei op lange termijn, namelijk een toename van respectievelijk 1,25% en 1% op jaarbasis, wijzen uit dat een productiviteitsstijging van cruciaal belang is om de vergrijzingskosten te drukken. De gemiddelde groei van de bedrijvigheid op jaarbasis tussen 2015 en 2060 zou 0,15% lager liggen in het productiviteitsscenario van 1,25% en 0,32% lager in het scenario van 1%. De budgettaire kosten van de vergrijzing zouden respectievelijk 1,1 en 2,3 procentpunt bbp hoger uitvallen ten opzichte van het referentiescenario.

Het is dan ook uitermate belangrijk om de groei van de arbeidsproductiviteit te ondersteunen, wat vereist dat de overheid voldoende investeert in infrastructuur, onderzoek en ontwikkeling en onderwijs en dat ze

een aantrekkelijke omgeving creëert voor privé-initiatief en ondernemerschap.

4.3 Beperking van de uitgaven in verband met de vergrijzing

De driedelige beleidsstrategie behelst ten slotte dat de uitgavenstijging voor pensioenen en gezondheidszorg onder controle wordt gehouden om de financiële houdbaarheid van de sociale bescherming op lange termijn te verzekeren.

4.3.1 Pensioenuitgaven

De federale regering heeft bij haar aantreden in oktober 2014 maatregelen aangekondigd om het pensioenstelsel verder te hervormen. Deze maatregelen zijn er in essentie op gericht de werknemers langer aan het werk te houden. Zodoende zouden de uitgaven voor pensioenen lager uitvallen, zou de werkgelegenheid toenemen en de economische bedrijvigheid worden ondersteund, waardoor de budgettaire kosten van de vergrijzing zouden afnemen.

De meest opvallende maatregelen bestonden erin de wettelijke pensioenleeftijd te verhogen, de voorwaarden voor vervroegde pensionering verder te verstrengen en de pensioenbonus af te schaffen. Deze laatste was een financiële aanmoediging om werknemers op het einde van hun loopbaan langer aan het werk te houden. Daarnaast

heeft de regering de intentie uitgesproken om de pensioenstelsels van de personeelsleden van de overheid en van de privésector meer te harmoniseren. Naast deze hervormingen kondigde de regering bij haar aantreden tevens de oprichting aan van een adviserend Nationaal Pensioencomité. Dit comité bereidt een aantal structurele hervormingen voor en ziet systematisch toe op de financiële en sociale houdbaarheid van de pensioenstelsels. Het wordt ondersteund door het Kenniscentrum voor de Pensioenen en door een Academische Raad. Deze instellingen werden in de lente van 2015 opgericht.

Inzake de pensioenhervorming werden reeds in 2015 een aantal belangrijke maatregelen genomen. De wettelijke pensioenleeftijd wordt verhoogd van 65 tot 66 jaar in 2025 en tot 67 jaar in 2030. Zodra die leeftijd bereikt wordt, kan men met pensioen gaan, zonder loopbaanvoorwaarden. Daarnaast werden de voorwaarden om aanspraak te kunnen maken op een vervroegd pensioen, verder verstrengd. De vorige federale regering had eind 2011 reeds besloten de hiertoe vereiste minimumleeftijd op te trekken van 60 tot 62 jaar en de loopbaanduur te verhogen van 35 tot 40 jaar. De huidige federale regering heeft besloten de minimumleeftijd op te trekken tot 62,5 jaar in 2017 en 63 jaar in 2018. De loopbaanvoorwaarde wordt verder verhoogd tot 41 jaar in 2017 en 42 jaar vanaf 2019. Er blijven evenwel uitzonderingen bestaan voor zeer lange loopbanen. Voorts zal het aantal personen dat recht heeft op een overlevingspensioen, worden beperkt door geleidelijk de hiervoor geldende minimumleeftijd op te trekken, namelijk van 45 jaar tot 50 jaar in 2025 en 55 jaar in 2030. Ten slotte werd het systeem van de pensioenbonus met ingang van 1 januari 2015 afgeschaft. Dit betekent dat er vanaf die datum geen bonusrechten meer ontstaan, tenzij al rechten werden opgebouwd vóór de aankondiging dat het systeem wordt opgeheven. Deze hervormingen hebben betrekking op de drie belangrijkste pensioenstelsels, namelijk dat van de overheidssector, dat van de werknemers en dat van de zelfstandigen.

Daarnaast werden er een aantal aanpassingen aan de pensioenen van de overheidssector goedgekeurd. Een belangrijke verandering in dit stelsel is dat de zogeheten diplomabonificatie, waarbij de studiejaren worden meegeteld om de loopbaanduur te berekenen, tussen 2016 en 2030 geleidelijk zal uitdoven.

Tevens werden in navolging van de maatregelen van de vorige regering de voorwaarden voor werkloosheidsuitkeringen met bedrijfstoeslag, de vroegere brugpensioenen, verstrengd. Daarbij werden twee belangrijke wijzigingen aangebracht. Ten eerste werd de voor dat stelsel geldende minimumleeftijd verhoogd en ten tweede moeten die werklozen voortaan ingeschreven zijn als werkzoekende

en beschikbaar zijn voor de arbeidsmarkt. Niettemin gelden er uitzonderingen, onder meer voor zware beroepen, bij lange loopbanen en bij ernstige medische problemen. Voor het aanvullend bedrijfspensioen heeft de federale regering beslist dat het in de toekomst onmogelijk zal zijn om dit op te nemen voordat de betrokkene effectief met (vervroegd) pensioen gaat. Bovendien mogen nieuwe pensioenplannen vanaf 1 januari 2016 niet meer aflopen vóór de leeftijd van 65 jaar.

In haar verslag van 2015 bestudeerde de Studiecommissie voor de Vergrijzing het effect van de belangrijkste maatregelen van de recente pensioenhervorming op de arbeidsmarkt, de economische bedrijvigheid en de vergrijzingskosten. Hierbij werd het toen gehanteerde referentiescenario vergeleken met een scenario waarin deze maatregelen niet in aanmerking genomen werden.

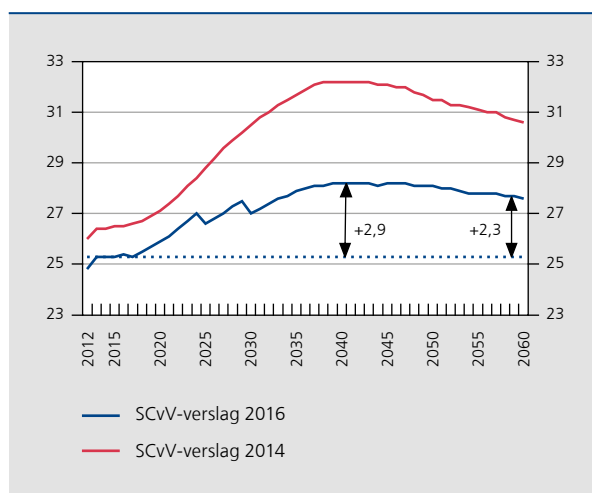
De resultaten wijzen uit dat de hervormingen het aantal rechthebbenden op een rustpensioen en het aantal niet-werkzoekende werklozen met bedrijfstoeslag samen op lange termijn (tegen 2060) met 395 000 doen teruglopen. Hiertegenover staat een vergelijkbare toename van de niet-gepensioneerde bevolking, namelijk van de beroepsbevolking en de niet-actieven. De stijging van de beroepsbevolking vertaalt zich in een aanwas van de werkgelegenheid met 5,6%. De totale werkgelegenheidsgraad zou door de hervormingen immers 3,9 procentpunt hoger liggen en die van de leeftijdscategorie van 55 tot en met 66 jaar zelfs 16,4 procentpunt. Het bbp zou eveneens met 5,6% toenemen, aangezien wordt uitgegaan van een onveranderde productiviteitsgroei.

De hervormingen zouden aanleiding geven tot een daling van de vergrijzingskosten met 2,1 procentpunt bbp, waarvan 1,5 procentpunt kan worden toegeschreven aan lagere pensioenuitgaven en 0,6 procentpunt aan de andere sociale uitkeringen. De daling van de sociale uitkeringen is het resultaat van drie factoren: de afname van het aantal gepensioneerden en niet-werkzoekende werklozen met bedrijfstoeslag, de afschaffing van de pensioenbonus en de opwaartse herziening van de economische groei.

Ondanks dit gunstige effect van de pensioenhervorming op de vergrijzingskosten zullen de sociale uitkeringen in de toekomst nog fors stijgen, namelijk met 2,3 procentpunt bbp in de periode 2015-2060, zoals werd toegelicht in deel 2.2.

In de loop van 2016 heeft de regering een aantal stappen genomen tot verdere aanpassing van de pensioenstelsels. Het betreft onder andere de harmonisering van de diplomabonificatie voor de pensioenberekening in de drie pensioenstelsels, de geleidelijke afschaffing van de

GRAFIEK 11 VERLOOP VAN DE SOCIALE UITKERINGEN VÓÓR EN NA DE RECENTE PENSIOENHERVORMING
(in % bbp)



Bron: SCvV.

preferentiële tantièmes en de verhogingscoëfficiënten in de overheidspensioenen, het invoeren van een gemengd pensioen in de overheidssector (contractueel/ambtenaar), de afschaffing van een aantal bijzondere pensioenstelsels en de hervorming van het ziektepensioen bij ambtenaren. De toepassingsvoorwaarden van deze voorstellen werden echter nog niet uitgewerkt en worden nog besproken met de verschillende betrokken partijen.

De komende jaren vallen nog meer ingrijpende hervormingen te verwachten in de verschillende pensioenstelsels. Het Nationaal Pensioencomité werd ermee belast een aantal hervormingen voor te bereiden. Het moet nagaan op welke manier de zwaarte van het werk in aanmerking kan worden genomen voor de pensioenrechten, de mogelijkheid bestuderen om een deeltijds pensioen op te nemen en de invoering van een puntensysteem voor het pensioen onderzoeken. Wat dit laatste aspect betreft, heeft de federale regering de intentie geuit om tegen het einde van de regeerperiode een akkoord te bereiken over een dergelijk systeem zodat dit uiterlijk tegen 2030 kan worden ingevoerd. Andere aangekondigde hervormingen hebben onder meer betrekking op de hervorming van de pensioeninstellingen en de versterking van de band tussen de arbeidsprestaties en het pensioenbedrag. Daarnaast werden er maatregelen aangekondigd in het kader van de versterking van de tweede pensioenpijler.

Als gevolg van de langere loopbanen die volgen uit de pensioenhervorming zal het gemiddelde pensioenbedrag hoger zijn dan in een scenario zonder hervorming. Hierdoor en ook door de toenemende

arbeidsmarktparticipatie van vrouwen zal het armoederisico bij gepensioneerden verkleinen. Bovendien zou de ongelijkheid tussen gepensioneerden afnemen. De reeds ingevoerde maatregelen van de pensioenhervorming zouden dus de begrotingskosten van de vergrijzing doen afnemen, maar ook de sociale houdbaarheid van de pensioenen verbeteren.

4.3.2 Uitgaven voor gezondheidszorg

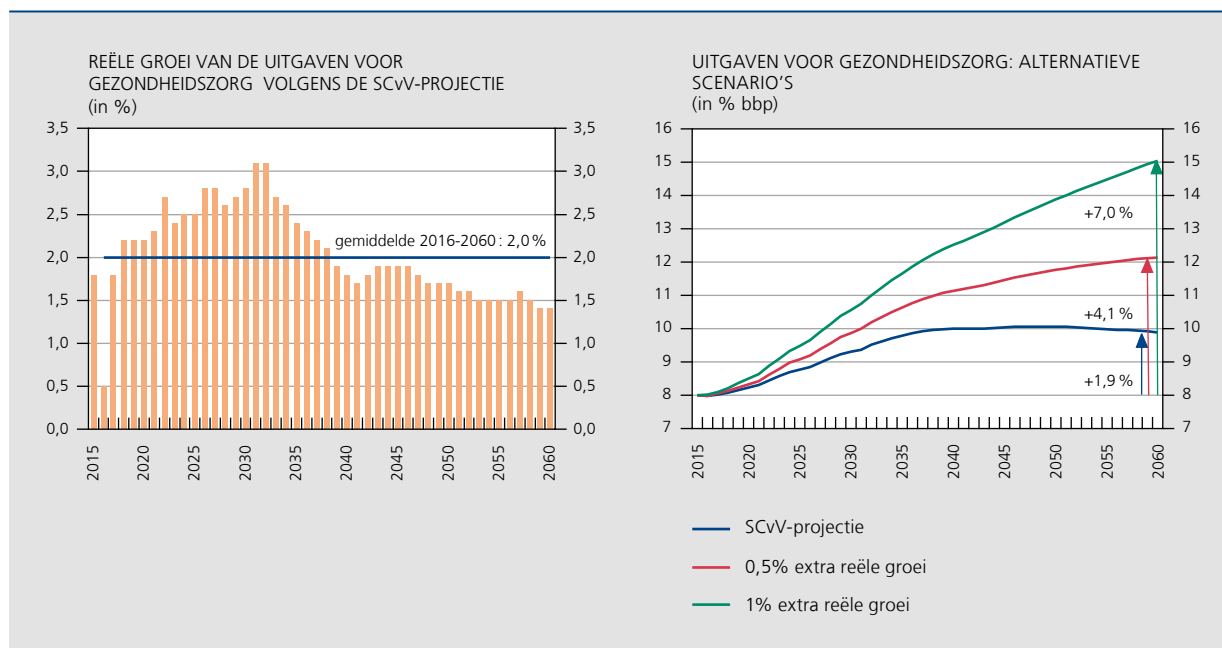
De gezondheidsuitgaven van de overheid zullen de komende decennia beïnvloed worden door nieuwe noden als gevolg van de toename van het aantal ouderen, die de vraag naar gezondheidszorg zal doen stijgen. Daarnaast zullen speciale voorzieningen nodig zijn voor de diagnose en behandeling van bepaalde met deze leeftijdsgroep verbonden aandoeningen en ziektes. De vergrijzing is evenwel slechts één factor in de toename van de gezondheidsuitgaven. Deze uitgaven worden immers eveneens opgedreven door de groeiende welvaart en de stijgende kosten van de behandelingen, die onder meer kunnen worden toegeschreven aan de snelle technologische vooruitgang.

De overheidsuitgaven voor gezondheidszorg zijn opgelopen van 5,9 % bbp in 2000 tot 8 % in 2015. Volgens de vooruitzichten van de Studiecommissie voor de Vergrijzing zouden deze uitgaven verder stijgen tot 9,9 % bbp in 2060, wat maakt dat deze uitgavencategorie voor 1,9 procentpunt zou bijdragen aan de vergrijzingskosten.

De gemiddelde jaarlijkse reële toename van de uitgaven voor gezondheidszorg zou geleidelijk versnellen van ongeveer 1,8 % in 2015 tot ongeveer 2,5 % in 2025. In de daaropvolgende jaren zou dit groeitempo geleidelijk verder omhooggaan, tot 3,1 % in 2031 en 2032. In die periode neemt het aantal 75- tot 84-jarigen fors toe en bereikt het aandeel van de 65- tot 74-jarigen in de bevolking een piek. Nadien zou de groei afnemen, tot ongeveer 1,4 % aan het einde van de projectieperiode.

Het gemiddelde reële groeitempo van de uitgaven voor gezondheidszorg in de periode 2016-2060 zou uitkomen op 2 %, terwijl de voor deze periode verwachte activiteitsgroei gemiddeld 1,6 % bedraagt. Indien de uitgaven voor gezondheidszorg echter sneller zouden toenemen dan verwacht, dreigen de vergrijzingskosten aanzienlijk op te lopen. Dit kan duidelijk worden aangetoond aan de hand van twee simulatie-oefeningen. In deze oefeningen wordt verondersteld dat de uitgavengroei op jaarbasis respectievelijk 0,5 en 1 procentpunt hoger zou uitvallen. De gemiddelde reële uitgavengroei tijdens de projectieperiode zou hiermee uitkomen op respectievelijk 2,5 en 3 %. In de eerste oefening zouden de uitgaven voor

GRAFIEK 12 OVERHEIDSUITGAVEN VOOR GEZONDHEIDSZORG



Bronnen : SCvV, NBB.

gezondheidszorg naar rata van 4,1 procentpunt bbp bijdragen aan de vergrijzingskosten, terwijl dit in de tweede oefening maar liefst 7 procentpunt bbp zou zijn. Deze simulatie toont duidelijk aan dat het noodzakelijk is om het verloop van de uitgaven voor gezondheidszorg strikt onder controle te houden.

Conclusie

Net als in de meeste andere Europese landen, komen de gevolgen van de vergrijzing van de bevolking de volgende decennia tot uiting in de Belgische overheidsfinanciën. Zo zouden de sociale uitkeringen van de overheid in België tussen 2015 en 2060 met 2,3 procentpunt bbp toenemen.

De recente pensioenhervorming heeft de verwachte toename van de pensioenuitgaven gedrukt, maar vanuit een Europees perspectief beschouwd blijven de vergrijzingskosten hoog. Bovendien bestaat het risico dat deze kosten onderschat worden, indien de arbeidsproductiviteit bijvoorbeeld minder sterk zou toenemen dan in de hypothese waarop het referentiescenario van de Studiecommissie voor de Vergrijzing is gestoeld.

De vergrijzing van de bevolking blijft dan ook een cruciale beleidsuitdaging voor België. Daarom is het

noodzakelijk dat er voortgewerkt wordt aan een coherente strategie bestaande uit een driesporenbeleid dat zowel gerichte budgettaire, economische als sociale beleidsaspecten omvat.

Ten eerste dient het budgettair beleid te voorzien in een consolidatieprogramma met het oog op het bereiken van een structureel begrotingsevenwicht op middellange termijn. Het moet vooral bestaan uit een selectieve vermindering van de uitgaven. Verder moet geijverd worden voor een correcte belastinginning en kunnen marges in sommige ontvangsten worden benut.

Voorts dient het economisch beleid gericht te zijn op het stimuleren van de groei door de verhoging van het potentiële bbp. Hiertoe moet volop worden ingezet op het opdrijven van de werkgelegenheidsgraad via een actief werkgelegenheidsbeleid, in het bijzonder voor een aantal kansengroepen. Verder is er ook nood aan een toename van de productiviteit, onder meer via het stimuleren van investeringen, onderzoek en ontwikkeling en een efficiëntere marktwerking.

Ten slotte dient de uitgavenstijging van de pensioenen en de gezondheidszorg onder controle gehouden te worden. Dit is belangrijk om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en de leefbaarheid van de sociale bescherming op lange termijn te verzekeren.

Bibliografie

- Balassone F., J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer and P. Tommasino (2009), *Fiscal sustainability and policy implications for the euro area*, NBB, Working Paper 155.
- Bisciari P., D. Dury, B. Eugène en L. Van Meensel (2009), 'De hervormingen van de pensioenstelsels in de landen van de EU15', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 21-47.
- Burggraeve K. en C. Piton (2016), 'De economische gevolgen van de instroom van vluchtelingen in België', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 47-66.
- Clements B., K. Dybczak, V. Gaspar, S. Gupta and M. Soto (2015), *The Fiscal Consequences of Shrinking Populations*, IMF Staff Discussion Note 15/21.
- Dury D. en L. Van Meensel (2007), 'De houdbaarheid van de overheidsfinanciën in het licht van de vergrijzing', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 85-100.
- ECB (2012), 'Analysing government debt sustainability in the euro area', *Monthly Bulletin*, April, 55-69.
- EC (2012), *Fiscal Sustainability Report 2012*, European Economy 8.
- EC (2014), *The 2015 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methodologies*, European Economy 8.
- EC (2014), *Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States: A Guide*, Occasional Papers 200, September.
- EC (2015), *The 2015 ageing report, Economic and budgetary projections for the 28 EU member states (2013-2060)*, European Economy 3, May.
- EC (2015), *2015 Pension Reform in Belgium*.
- EC (2016), *Fiscal Sustainability Report 2015*, Institutional Papers 018, January.
- EC (2016), *Joint Report on Health Care and Long-Term Care Systems & Fiscal Sustainability*, Institutional Paper 037, October.
- Escolano J. (2010), *A practical guide to public debt dynamics, fiscal sustainability, and cyclical adjustment of budgetary aggregates*, Technical notes and manuals, IMF, Fiscal Affairs Department.
- Fasquelle N., S. Weemaes en P. Willemé (2010), 'De gezondheidszorguitgaven: determinanten en projecties', Documentatieblad van de Federale Overheidsdienst financiën, 1^e kwartaal.
- Federaal Planbureau, FOD Economie – Algemene Directie Statistiek (2016), *Demografische vooruitzichten 2015-2060 – Bevolking, huishoudens en prospectieve sterftequotienten*, maart.
- Hoge Raad van Financiën, *Adviezen*.
- Langenus G (2006), *Fiscal sustainability indicators and policy design in the face of ageing*, NBB, Working Paper, 102, October.
- Melyn W., L. Van Meensel en S. Van Parys (2015), 'Europees governancekader inzake overheidsfinanciën: toelichting en evaluatie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 81-108.
- OECD (2015), *Ageing: debate the issues*, OECD Insights.
- Reinhard N. and J-E Sturm (2008), *Sustainability of public debt*, CESifo seminar series, The MIT Press.

Studiecommissie voor de Vergrijzing, *Verslag 2016 en vorige jaren*.

United Nations (2015), *World Population Prospects, Key findings and advance tables*.

United Nations (2015), *World Population Ageing Report*.

Van Ewijk C., N. Draper, H. ter Rele and E. Westerhout in cooperation with J. Donders (2006), *Ageing and the Sustainability of Dutch Public Finances*, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Willemé P. (2014), *Structurele determinanten van de publieke gezondheidszorguitgaven*, Working Paper 06-14, september.

Het transmissiemechanisme van nieuwe en traditionele instrumenten van monetair en macroprudentieel beleid

R. Wouters

Inleiding

Op 13 en 14 oktober organiseerde de Nationale Bank van België (NBB) haar 9^{de} wetenschappelijk colloquium met als thema 'Het transmissiemechanisme van nieuwe en traditionele instrumenten van monetair en macroprudentieel beleid'.

De financiële crisis en de daaruit voortvloeiende economische recessie creëerden nieuwe uitdagingen voor het monetair beleid en wezen op de behoefte aan een macroprudentieel beleid om de financiële stabiliteit te waarborgen. De huidige economische omgeving met een lage inflatie en een nulrente illustreert ook de beperkingen van de traditionele monetairbeleidsinstrumenten. Dit betekent dat nieuwe instrumenten moeten worden ingevoerd om zowel de monetaire als de macroprudentiële beleidsdoelstellingen te bereiken.

Vanuit het perspectief van het monetair beleid houden de nieuwe instrumenten verband met de samenstelling en de omvang van de balans van de centrale bank – beleidsmaatregelen inzake kredietverlening en kwantitatieve versoepeling – en met indicaties (forward guidance) omtrent de beleidsvoornemens in de toekomst. Hoe zetten die maatregelen de financiële instellingen ertoe aan hun kredietverlening te versoepelen en hoe overtuigen lagere toekomstige leningskosten de bedrijven en de huishoudens ervan hun investeringsplannen uit te breiden? Uit macroprudentieel oogpunt zijn de nieuwe contracyclische kapitaalbuffers, de liquiditeits- en de hefboomratio's en specifieke gerichte instrumenten – zoals beperkingen in de verhoudingen lening/waarde en schuld/inkomen – nieuwe instrumenten om de kredietcyclus en de

financiële cyclus te beheersen. Het is duidelijk dat het monetair en het macroprudentieel beleid rechtstreeks op elkaar inwerken: de monetairbeleidskoers – die een belangrijke determinant is voor de nominale inkomens – heeft een impact op de kredietkwaliteit van debiteuren. Tegelijkertijd heeft het macroprudentieel beleid een overwegende invloed op de balansen van banken. Daarom beïnvloeden de instrumenten en beslissingen op die twee beleidsterreinen elkaar en vullen ze elkaar potentieel aan, wat verklaart waarom het thema van de conferentie zo ruim gedefinieerd was.

Uit recente beleidsdiscussies is duidelijk gebleken dat veel vragen over de transmissiekanalen van die nieuwe instrumenten nog onbeantwoord blijven.

Er zijn voldoende bewijzen dat niet-conventionele beleidsmaatregelen de spanningen op de financiële markten hielpen stabiliseren, tot lagere risicovrije rentes leidden en de opwaardering van risicovollere activacategorieën ondersteunden. Vele vragen blijven echter onbeantwoord: wat is de exacte impact van monetairbeleidsmaatregelen op de reële rente en de inflatieverwachtingen? Wat betekent deze voor de reactie van de nominale lange rente? Zou het gewenste resultaat van de aankondiging van een kwantitatieve versoepeling of forward guidance in feite niet een stijging – in plaats van een daling – van de nominale lange rentes kunnen zijn, aangezien dergelijke beleidsvormen hogere inflatieverwachtingen zouden veroorzaken? Andere vragen die centrale bankiers momenteel het meest aanbelangen, zijn wat de rol is van

risicopremies – inclusief inflatierisicopremies – als verklaring voor de dynamiek van de obligatierendementen, en of meer kwantitatieve versoepeling de langetermijnrente en de inflatie nog verder kan beïnvloeden.

Terwijl de impact van monetairbeleidsaankondigingen op de financiële markt relatief gemakkelijk kan worden nagegaan en beoordeeld, is de invloed op de rest van de economie veel moeilijker vast te stellen en te kwantificeren. Een vaak terugkerende vraag is immers waarom de inflatie laag blijft ondanks alle door de centrale bank genomen maatregelen. Het antwoord vergt een hypothetische beoordeling van de economische impact, waarbij met andere woorden dient te worden geraamd hoe hoog de inflatie zou zijn geweest indien de centrale bank niets had ondernomen. Daartoe zijn modellen van het transmissiemechanisme nodig.

Een belangrijk element bij zo'n beoordeling is de vraag waarom het bankkrediet met minder dan 2% is gestegen, hoewel de balans van de ECB toenam van ongeveer € 2,2 biljoen vóór het programma voor de aankoop van activa tot zowat € 3,4 biljoen op dit ogenblik. Dit is met name belangrijk in het eurogebied, waar huishoudens en bedrijven doorgaans lenen via de banken. Een zwakke vraag zou ten grondslag kunnen liggen aan die matige kredietgroei, hoewel in sommige landen ook kredietaanbodfactoren een rol spelen. Hoewel de verschillende kredietondersteuningsmaatregelen van het Eurosysteem de financieringsproblemen voor de banken hebben verlicht en het programma voor de aankoop van activa ruimte schept op hun balansen en de activaprijzen opvoert, staat de financiële sector immers nog voor een aantal uitdagingen. Bepaalde instellingen in het eurogebied kampen nog altijd met de gevolgen van de financiële en economische crisis, zoals de omvangrijke portefeuilles probleemleningen of, in sommige gevallen, een ontoereikende (her)kapitalisatie. Bovendien zouden verscheidene nieuwe ontwikkelingen, zoals de aanhoudend lage – en zelfs negatieve – renteomgeving op langere termijn de winstgevendheid van de banken, en uiteindelijk ook het intermediatievermogen van de financiële sector kunnen drukken. In dit verband is het van cruciaal belang dat het monetair beleid erin slaagt de gezondheid van de banken te ondersteunen: enkel wanneer de inflatie weer bestendig op het goede spoor is, zal de nominale rente terugkeren tot een duurzaam hoger peil. De beleidsmakers moeten echter ook rekening houden met de potentiële neveneffecten van hun beleid voor de banken, bijvoorbeeld wanneer deze het grootste deel van hun financiering verkrijgen via retaildeposito's. Andere voorbeelden zijn de inspanningen om de hefboomratio in het bankwezen te verminderen of, meer in het algemeen, de strengere reglementaire vereisten waaraan de banken moeten voldoen. De crisis

heeft aangetoond hoe belangrijk veerkrachtige banken zijn. Tegelijkertijd dient het beleid echter elke onnodige schade aan het kredietaanbod te vermijden.

Het monetair beleid moet op dit moment een moeilijk evenwicht tussen de verschillende doelstellingen ervan trachten te vinden. De maatregelen die de centrale banken de afgelopen jaren namen, zijn bedoeld om het kredietstapingsproces nieuw leven in te blazen. Terzelfder tijd moet worden beseft dat een 'te hoge' of 'verkeerde soort' kredietgroei ook schadelijk kan zijn. Gelukkig maken de nieuwe, na de crisis uitgewerkte macroprudentiële instrumenten die evenwichtsoefening minder moeilijk. Ook de Nationale Bank van België heeft ervaring met dat type macroprudentiële maatregelen. Voor hypothecaire leningen heeft de Bank al een opslagfactor ingevoerd voor de risicowegingen die banken met interne risicobeheersingsmodellen hanteren, en onlangs heeft ze besloten, mits dat wordt goedgekeurd door de ECB en de Europese Commissie, om die factor aan te vullen met een additionele gerichte kapitaalopslagfactor voor riskantere leningen met een relatief hoge lening/waardeverhouding. Deze maatregelen zullen de schokbestendigheid van banken helpen vrijwaren bij een dynamische groei van de hypothecaire kredietverlening.

Empirisch onderzoek over de werking van het prudentieel beleid – zowel op het niveau van de banken als op macro-economisch vlak – is van essentieel belang om de beleidsmakers op de hoogte te houden. Tegelijkertijd is het ook cruciaal vooruitgang te boeken met theoretische modellen die een rol spelen voor het macroprudentieel beleid, inclusief de wisselwerking hiervan met het monetair beleid. Die modellen kunnen de potentiële invloed en reikwijdte van de verschillende macroprudentiële instrumenten, zoals de contracyclische buffers, op zowel de veerkracht van de banken als de macro-economie als geheel helpen beoordelen, en kunnen die instrumenten optimaal helpen inzetten voor de einddoelstellingen van de Bank als macroprudentiële autoriteit. Deze vraag naar de doeltreffendheid van de macroprudentiële instrumenten lijkt in het bijzonder relevant voor het eurogebied, waarin het monetair beleid is gecentraliseerd terwijl de macroprudentiële taken zijn verdeeld over het nationale en supranationale niveau.

Op de conferentie werden die topics vanuit verschillende perspectieven behandeld. Hierna worden een aantal bevindingen rond drie thema's besproken. Ten eerste wordt het toegenomen belang van financiële stabiliteit voor het monetair beleid onderzocht. In welke mate geeft dit aanleiding tot mogelijke conflicten tussen de verschillende doelstellingen en vormt het vernieuwde macroprudentieel kader een oplossing voor deze conflicten? Hoofdstuk

twee spitst zich toe op de transmissie en de efficiëntie van de (macro)prudentiële instrumenten. In het derde hoofdstuk worden de bevindingen omtrent de transmissie van de niet-conventionele monetaire beleidsinstrumenten toegelicht.

1. Financiële stabiliteit en de interactie tussen monetair en macroprudentieel beleid

De eerste keynotespreker op de conferentie, Giovanni Dell’Ariccia, beschreef hoe de financiële crisis het thema financiële stabiliteit weer op de voorgrond heeft geplaatst, zowel in het academisch onderzoek als in de beleidsdiscussies.

Vóór de crisis werd in de macro-economische analyse weinig aandacht besteed aan de rol van financiële intermediaat. De financiële sector werd min of meer beschouwd als een neutrale tussenpersoon voor de transmissie van het monetair beleid. Wijzigingen in activaprijzen en in nettovermogensposities konden de transmissie van schokken versterken of afzwakken. Financiële instellingen en hun actief risiconemend gedrag werden echter niet aangezien als een belangrijke bron van financiële instabiliteit. In de literatuur over het bankbedrijf werd daarentegen wel nagedacht over het potentieel excessief risiconemend gedrag van financiële instellingen die opereerden met beperkte aansprakelijkheid en onder asymmetrische informatie. Dergelijk gedrag in imperfecte markten kan aanleiding geven tot bankruns en bankfaillissementen. Deze inzichten werden evenwel niet getoetst aan een ruimer macro-economisch kader, en de gevolgen voor het monetair beleid werden niet nagegaan.

Deze theoretische inzichten weerspiegelden zich ook in de feitelijke monetairbeleidsvoering. De focus bij het monetair beleid lag in de eerste plaats op de inflatiebestrijding. Daarbij werd er van uitgegaan dat de stabilisatie van de inflatie ook impliceerde dat de output dicht zou aansluiten bij het potentiële niveau en dat de efficiënte werking van het economisch bestel aldus verzekerd was. Financiële ontwikkelingen werden in aanmerking genomen voor zover een impact op de verwachte inflatie of output kon worden verwacht. Mogelijke evenwichtsverstoringen in de financiële markten werden daardoor veel minder belangrijk voor het monetair beleid. De centrale banken hoefden zich niet uit te spreken over een eventuele over- of onderwaardering van de financiële markten. Indien er dan toch onverwachts grote correcties plaatsvonden in bepaalde markten, zou een ex-post accommoderend beleid wellicht de kosten van de financiële crisis kunnen beperken. Een prudentieel beleid dat toezag op

de individuele instellingen en dat een correcte inschatting van de individuele risicoposities oplegde, werd voldoende geacht om de financiële stabiliteit te garanderen.

De financiële crisis stelde deze consensusbenadering ter discussie. De correctie op de vastgoedmarkt en de subpriemekredieten in de VS leidden tot een systeemcrisis in het internationaal financieel bestel. De standaard monetaire instrumenten botsten snel tegen hun limiet aan en de crisis resulteerde in een grote neergang van de output en de tewerkstelling en in aanzienlijke begrotingstekorten. Vele landen hadden te kampen met een bankencrisis, vooral die waar de kredietverlening aan de overheid of de private sector vóór de crisis aanzienlijk was toegenomen en/of waar de huizenprijzen een sterke boom hadden vertoond. De systematische relatie tussen de omvang van de crisis en de opgebouwde onevenwichtigheden vóór de crisis ondersteunde de visie dat de relatief lage rentetarieven tijdens de voorafgaande periode hadden bijgedragen tot een overdreven risicogedrag.

De rol van het risk-taking mechanism trad daarbij op de voorgrond, zowel in de theoretische bedenkingen als in het empirisch onderzoek. (Te) lage rentetarieven moedigen financiële instellingen ertoe aan meer risico te nemen (Borio en Zhu, 2008). Rajan (2005) stelde bij portfoliomanagers een toegenomen ‘search for yield’ (zoektocht naar rendement) vast in een omgeving van lage rente en geïdealiseerde kapitaalmarkten. Asymmetrische informatie en problemen in verband met adverse selection kunnen eveneens aanleiding geven tot een versoepeling van kredietstandaarden en excessieve kredietverlening in een omgeving van monetaire stimulus (Dell’Ariccia en Marquez, 2006). De lage leveragekosten stimuleren de banken om hun balansen verder te laten aangroeien (Adrian en Shin, 2008). De remmen op risiconemend gedrag kunnen verder verzwakken als gevolg van verwachte bail-outs voor ‘too-big-to-fail’-instellingen en voor de financiële sector als geheel bij sterke risico-externaliteiten.

Ook uit empirische gegevens bleek het belang van het risk-taking mechanism in het monetairtransmissiemechanisme. Ioannidou *et al.* (2015) illustreerden hoe exogene rentedalingen in Bolivia de financiële instellingen aanzetten tot het verlenen van kredieten met groter risico aan debiteuren met een slechtere kredietgeschiedenis. Deze tendens was het sterkst bij banken met grotere agencyproblemen. Jiminez *et al.* (2014) stelden vast dat na een daling van de daggeldrente de Spaanse banken met relatief lage kapitaalratio’s meer krediet verleenden aan ex ante risicovollere bedrijven met minder waarborgen en met ex post hogere wanbetalingsrisico’s. Soortgelijke resultaten die een duidelijke negatieve relatie tussen het risiconemingsgedrag van financiële instellingen en de korte

rente vaststelden, werden ook in andere landen gevonden (zie bv. Maddaloni en Peydro (2011) voor gegevens over de VS en het eurogebied). In de meeste studies speelt dit risiconemingskanaal het sterkst bij zwakke banken die het meest onderhevig zijn aan moral hazard. Uit de resultaten van Dell’Ariccia, Laeven en Suarez (2016) blijkt echter dat het ex ante risiconemingsgedrag bij dalingen van de korte rente vooral toeneemt bij banken met relatief veel kapitaal. Volgens deze auteurs zullen banken met een hoge hefboomratio zich meer richten op risicoverschuiving als gevolg van moral hazard, waardoor zij juist minder risico zullen nemen bij een lagere rente en hogere rentabiliteit.

Hoewel er dus sterke aanwijzingen zijn dat het nemen van risico’s een belangrijk kanaal is bij de transmissie van het monetair beleid, blijft het nog onduidelijk welke banken het meest onderhevig zijn aan dit mechanisme. Dit laatste is belangrijk om de gevolgen van het risiconemingsmechanisme voor de interactie tussen monetair en macroprudentieel beleid te evalueren. Indien het vooral de zwakkere banken zijn die meer risico gaan nemen bij een expansief monetair beleid, zal de bezorgdheid voor de financiële stabiliteit veel sneller opduiken en zullen de mogelijke conflicten tussen monetaire en macroprudentiele doelstellingen veel duidelijker zijn dan wanneer vooral de sterkere banken extra risico nemen tijdens periodes van monetaire expansie.

In de nieuwe omgeving na de financiële crisis rijst de vraag of het monetair beleid zich nog langer alleen moet toelegen op haar inflatiedoelstelling en het daarmee gepaard gaande evenwicht in de reële economie en op de arbeidsmarkt. Wanneer de spillovereffecten van het monetair beleid ook grote neveneffecten hebben op de financiële stabiliteit, lijkt een verruiming van de doelstellingen raadzaam. In dit geval kan het wenselijk zijn dat het monetair beleid ook reageert op een snelle expansie van financiële variabelen en met andere woorden een ‘leaning against the wind’-beleid volgt. Anderzijds is er minder reden voor bezorgdheid omtrent de spillovereffecten wanneer een sterk (macro)prudentieel beleid wordt gevoerd dat het behoud van de financiële stabiliteit kan garanderen.

Zowel academici als beleidsmakers hebben sterk uiteenlopende meningen over de optimale coördinatie van beide beleidsdomeinen. Dell’Ariccia stelde een kosten-batenanalyse voor om de reactie van het monetair beleid op financiële variabelen te evalueren. De baten zijn daarbij omgekeerd evenredig met de reële kosten van een financiële crisis vermenigvuldigd met de kans op een dergelijke crisis wanneer het monetair beleid niet bijtijds reageert op de financiële expansie. De kosten zijn de reële outputverliezen op korte termijn van een vroegtijdige renteverhoging. Uit die analyse blijkt dat de baten slechts

uitzonderlijk de kosten zullen overtreffen, aangezien de kans op een financiële crisis als gevolg van het niet bijtijds optreden van het monetair beleid meestal beperkt blijft.

Volgens Dell’Ariccia zijn er echter ook andere manieren waarop de efficiëntie voor beide beleidsdomeinen kan worden verhoogd. Zo kan het monetair beleid bij de evaluatie van de inflatie- en outputverwachtingen meer aandacht hebben voor de financiële data. De toekomstgerichte informatie uit de financiële variabelen kan de realtime-inschatting van de potentiële output gap verbeteren. Natuurlijk moet de ontwikkeling van een sterk macroprudentieel kader ook bijdragen tot het garanderen van de financiële stabiliteit. Aangezien de westerse economieën dit nieuw kader pas sinds de financiële crisis hebben uitgewerkt, is de ervaring nog te beperkt om een evaluatie mogelijk te maken. Dit beleid heeft zich tot nu toe ook vooral toegespitst op het versterken van de acyclische instrumenten zoals een verbetering van de regelgeving voor banken en van het toezicht. Het valt nog af te wachten in welke mate het ook kan worden gebruikt voor een cyclische controle van de risico’s. Naarmate dit beleid meer ingrijpende maatregelen gaat treffen met directe gevolgen voor specifieke groepen, zal er wellicht ook een discussie ontstaan over de onafhankelijkheid van dergelijke beslissingsmacht ten opzichte van de politieke instanties.

Tijdens de paneldiscussie werd nader ingegaan op de interactie tussen het monetair en het macroprudentieel beleid. Landau zag een duidelijke afweging (trade-off) tussen de recente ervaringen met beide beleidsperspectieven: het monetair beleid probeert de kredietverlening opnieuw te stimuleren, terwijl bij het nastreven van financiële stabiliteit net wordt getracht een schuldafbouw te bewerkstelligen. Die afweging is nog sterker in een nulrenteomgeving waarin de korte rente voor een lange periode op nul wordt gehouden. Dit beleid is er net op gericht om in te werken via het risiconemingskanaal. Daarenboven stelde Landau dat de niet-conventionele maatregelen misschien dalende opbrengsten vertonen, met als gevolg dat de ongewenste spillovereffecten op de financiële stabiliteit relatief belangrijker worden in de afweging. De lage en zelfs negatieve rente gedurende een langere periode zorgt er, samen met de striktere regulering en de terughoudendheid van de banken om hun bedrijfsmodellen aan te passen, voor dat de winstgevendheid van de banken onder druk staat, waardoor zij mogelijk de impulsen van het monetair beleid niet laten doorsijpelen in hun kredietvoorwaarden. Ondanks al deze overwegingen, kwam hij toch tot de conclusie dat er in de huidige situatie geen andere oplossing is dan het monetair beleid in de eerste plaats te richten op de inflatiedoelstelling. De onzekerheid omtrent de doeltreffendheid van het beleid mag niet worden vergroot met een

discussie over de bereidheid van de centrale banken om hun primaire doelstelling van prijsstabiliteit na te streven. De uitvoering van beide beleidsdoelstellingen gescheiden houden, is nog steeds de beste oplossing volgens Landau. Daarnaast stelde hij ook dat het monetair beleid met zijn ruim en flexibel liquiditeitsbeleid beide doelstellingen kan ondersteunen door een van de oorzaken van de huidige lage rente, namelijk het tekort aan risicovrije activa, tegen te gaan. Door de centralebankbalans actief te gebruiken, kan het monetair beleid flexibel inspelen op de grote vraag naar veilige activa. Op die wijze kan de centrale bank ook meer vat krijgen op de liquiditeitscreatie door de financiële sector. In dat kader kunnen reserveverplichtingen ook een handig instrument zijn om de liquiditeitscreatie en de looptijdtransformatie in de private sector te controleren. Een dergelijk instrument is volgens hem flexibeler om de schuldpunten van de financiële sector te controleren dan contracyclische kapitaalvereisten of andere instrumenten om direct of indirect de financiële cyclus te beïnvloeden.

Tucker beklemtoonde dan weer dat het afwegingsprobleem afhankelijk is van de omschrijving van de doelstelling van het macroprudentieel beleid. De trade-off is groter als de beleidsdoelstellingen meer gericht zijn op een actief toezicht op de kredietverlening en de financiële risicopremies over de cyclus. Een macroprudentieel beleid dat vooral gericht is op het garanderen van het weerstandsvermogen van het financieel systeem, vooral tijdens periodes met uitbundige financiële markten, zal wellicht minder met deze problemen worden geconfronteerd.

2. De transmissie van het (macro) prudentieel beleid en de instrumenten ervan

De voorgaande discussie maakte duidelijk dat er nog geen algemene consensus is over de doelstellingen en het analytische kader voor het modelleren en evalueren van het macroprudentieel beleid. Het staat vast dat de traditionele macro-economische modellen moeten worden uitgebreid met een financiële sector waarvoor de kredietverlening en de activaprijzen kunnen afwijken van hun optimale evenwichtsniveau. Dergelijke imperfecties in de financiële sector vormen de motivatie voor een beleidsreactie die ofwel gericht is op de stabilisatie van de kortetermijnschommelingen van deze variabelen rond het wenselijke evenwicht, ofwel op het beperken van de kosten van deze financiële fluctuaties door het financieel systeem structureel weerbaarder te maken.

Professor Javier Suarez beschreef in zijn keynotepresentatie een dergelijke modelmatige aanpak om het optimale

niveau van het vereiste bankkapitaal te bepalen. Deze benadering resulteert in een optimale kalibratie van de beleidsregel voor het vereiste kapitaal die relevant is in het kader van de huidige Bazel-regelgeving voor de financiële sector. Zijn analyse was gebaseerd op het werk rond het zogenaamde '3D'- of 'three layers of default'-model (Clerc *et al.*, 2015). Dit model is ontwikkeld binnen het Macroprudentieel Onderzoeknetwerk van het Eurosysteem, en wordt binnen de ECB aangezien als een belangrijk analytisch instrument om na te denken over het optimale macroprudentieel beleid en de verplichte kapitaalratio's in het bijzonder.

Origineel aan dit model, in vergelijking met standaard DSGE-macromodellen, is dat de kosten van excessief bankkrediet en financiële fragiliteit expliciet worden gemodelleerd. Die kosten worden bepaald door de waardeverliezen die gepaard gaan met wanbetalingen en faillissementen bij de drie soorten subjecten in het model: de huishoudens die leningen aangaan om hun woning te financieren, de ondernemers die hun bedrijfsinvesteringen financieren en de banken die de spaartegoeden verdelen over de verschillende kredietnemers. Deze wanbetalingen impliceren dus niet alleen transfers tussen de verschillende subjecten maar leiden ook tot reële kosten voor de economie als geheel. Deze kosten komen bovenop de welvaartskosten die verbonden zijn aan de algemene economische cyclus en de daarmee gepaard gaande onder- of overbenutting van het productiepotentieel.

Indien er geen prudentieel beleid wordt gevoerd, zullen die kosten onvoldoende in rekening worden gebracht bij de bepaling van de kredietkosten, wegens de beperkte aansprakelijkheid en de depositoverzekering bij een slechte afloop van de financiering. Dit leidt tot een excessieve kredietfinanciering en bijgevolg een hogere graad van wanbetalingen bij de drie sectoren in de economie. Een regulering van de kapitaalvereisten voor banken is noodzakelijk om deze distorsie in de kredietkosten te corrigeren. Wanneer wordt uitgegaan van lage kapitaalvereisten zal een verhoging van de minimumratio alle sectoren in de economie ten goede komen. De kosten die worden uitgespaard door het beperken van de wanbetalingen overtreffen andere effecten. Een verdere verhoging van de kapitaalratio zal vooral de spaarders behoeden voor de kosten van financiële fragiliteit, maar dit zal ten koste gaan van verhoogde kredietkosten voor de debiteuren. Op basis van een realistische kalibratie van het model wordt de optimale kapitaalratio voor woningkredieten geraamd op minimaal 4,5% – dit is de optimale waarde vanuit het standpunt van de kredietnemer – en een maximum van 7,5% tot 8% om de welvaart van de spaarder te optimaliseren. Voor bedrijfskredieten schommelen

deze ratio's tussen minimaal 9% en maximaal 10% tot 13%, afhankelijk van het risico op wanbetaling. Zelfs de minimumniveaus liggen dus meestal boven de door Bazel II voorgeschreven ratio's. De welvaartswinsten die kunnen worden bereikt door de kapitaalratio's over de cyclus heen dynamisch aan te passen, zijn beperkt. De optimale aanpassing op grond van de cyclische risico's op wanbetaling is volgens het model lager dan wordt voorgeschreven in de Point-in-Time (PIT)- tenuitvoerlegging van de IRB-benadering in Bazel II en III.

Voorlopig bevat het model nog geen nominaal en monetair gedeelte, waardoor de exacte wisselwerking tussen het prudentieel en het monetair beleid nog niet kan worden beoordeeld. Het model wijst echter veeleer op een belangrijke complementariteit tussen beide. Door hogere kapitaalvereisten op te leggen, verminderen de financiële risico's in de verschillende sectoren. De kosten van wanbetalingen die daarmee worden uitgespaard, komen bovenop de voordelen van een grotere cyclische stabiliteit. Daarenboven wordt de ruimte voor monetaire ondersteuning tijdens recessies versterkt aangezien eventuele spillovereffecten op het risiconemend gedrag minder snel tot excessen zullen leiden.

Naast deze keynotepresentatie, werden in deze sessie twee empirische studies toegelicht die de impact van concrete prudentiële maatregelen proberen te schatten. In de studies wordt de invloed geanalyseerd van prudentiële maatregelen die de NBB recent heeft genomen in het kader van haar prudentiële verantwoordelijkheden. Zij geven weer hoe deze (macro)prudentiële maatregelen het kredietgedrag van de Belgische financiële instellingen hebben beïnvloed.

In de eerste paper van Ferrari, Pirovano en Rovira Kaltwasser wordt de impact onderzocht van een verhoging met 5 procentpunt van de risicowegingen voor Belgische hypothecaire leningen voor banken die hun reglementaire minimale kapitaalvereisten berekenen volgens een IRB-model. Deze maatregel werd in december 2013 door de NBB ingevoerd in het kader van haar macroprudentieel beleid. De maatregel beoogde de schokbestendigheid van de kredietinstellingen met de grootste blootstellingen aan hypothecaire leningen tegen potentieel groter dan verwachte verliezen op Belgische hypothecaire leningen te versterken. Als gevolg van deze opslagfactor steeg het gemiddelde risicogewicht bij deze IRB-banken van circa 10% eind 2012 tot nagenoeg 15% eind 2013. Het betrof hier een macroprudentiële maatregel die bedoeld was om de sectorspecifieke kapitaalvereisten voor hypothecaire leningen te verhogen voor instellingen die een IRB-model hanteren om hun risicowegingen te berekenen. Volgens Professor Suarez sluit een dergelijke specifieke verhoging

van de risicogewichten perfect aan bij de aanbevelingen die op basis van zijn model kunnen worden geformuleerd.

De paper concentreert zich op de impact van de maatregel op de rentemarge die de betrokken kredietinstellingen aanrekenen voor hun nieuwe hypothecaire leningen. Afhankelijk van de controleperiode waarover de vergelijking voor de rentemarge wordt geschat, heeft de maatregel geleid tot een toename van de gemiddelde spread met 4 tot 11 basispunten. Dit gemiddelde effect op het kredietaanbod van de instellingen blijft dus heel beperkt, zeker als rekening wordt gehouden met de hoge volatiliteit in deze spreads over de steekproefperiode van 2003-2015, met negatieve spreads in de jaren 2006-2007 en spreads boven de 150 basispunten in 2012-2013. Belangrijker dan de gemiddelde impact van de maatregel zijn echter de significante verschillen in reactie tussen de betrokken kredietinstellingen. De rentemarge reageerde aanzienlijk krachtiger bij instellingen die een lagere kapitaalbuffer aanhouden en bij instellingen met een grotere blootstelling aan hypothecaire leningen. Kredietinstellingen met een beperkt aandeel van hypothecaire leningen op hun balans en met een grote kapitaalbuffer hebben hun kredietvoorwaarden nauwelijks aangepast naar aanleiding van de maatregel. Instellingen met een grote portefeuille hypothecaire leningen en een relatief geringe kapitaalbuffer, daarentegen, hebben hun rentespread aanzienlijk opgetrokken: al naargelang de controleperiode en de gehanteerde specificatie zou de impact voor de sterkst getroffen instellingen tussen 10 en 35 basispunten liggen.

De maatregel blijkt dus gemiddeld een beperkte invloed te hebben gehad op het kredietbeleid van de betrokken instellingen, maar heeft wel degelijk geleid tot aanpassingen in het beleid van de instellingen die de grootste risico's lopen en over relatief beperkte buffers tegen onvoorziene schokken in de kredietverliezen beschikken.

De tweede studie van De Jonghe, Dewachter en Ongena onderzoekt vooral de bankspecifieke pijler 2-kapitaalvereisten die de NBB oplegt aan individuele kredietinstellingen in het kader van haar microprudentiële beleidsvoering. Meer bepaald spitst de studie zich toe op het effect van de bankspecifieke kapitaalvereisten die de NBB in de periode tussen april 2011 en november 2014 oplegde in het kader van de jaarlijkse SREP-analyse van financiële instellingen die in België actief zijn. De studie gaat na welke impact wijzigingen in die kapitaalvereisten hadden op het balanstotaal en de balanssamenstelling van de betrokken instellingen. Bovendien wordt ook het effect op hun kredietverlening geschat zoals dat merkbaar is in de Centrale voor kredieten aan ondernemingen, met andere woorden op het niveau van de individuele bankbedrijfskredieten.

Naast de impact van de wijzigingen in de gereglemeerde minimale kapitaalvereisten werd ook de invloed van het feitelijk aangehouden kapitaal op het kredietgedrag nagegaan.

Voor de algehele balans van de financiële instellingen werd vastgesteld dat een verhoging van de feitelijke en de vereiste kapitaalratio's leidt tot een daling van het balanstotaal en een verschuiving in de samenstelling van de activa: de instellingen ontdoen zich van activa met een relatief groter risicogewicht voor de berekening van het minimumkapitaal. Voor de kredietverlening aan individuele bedrijven is een meer gedetailleerde analyse mogelijk door het gebruik van de kredietcentrale waarin maandelijks alle kredietoperaties tussen Belgische kredietverleners en bedrijven worden geïnventariseerd. Meer bepaald wordt het effect op de toegekende kredieten nagegaan. Belangrijk in deze analyse is dat kan worden gecontroleerd voor de kredietvraag door de steekproef te beperken tot bedrijven met kredieten bij meerdere financiële instellingen en het gebruik van bedrijfs- of tijdspecifieke dummy's. De impact op verschillende vormen van krediet wordt bekeken.

Gemiddeld blijkt dat een verhoging van de verplichte kapitaalvereisten het kredietaanbod beperkt, voor zowel de intensieve als de extensieve marge. Wanneer zowel de vereiste als de actuele kapitaalratio toeneemt, is dit effect nog meer uitgesproken. Een verhoging van beide ratio's met 1 standaardafwijking (of 1,5 procentpunt) leidt tot een daling met 0,39 procentpunt in de kredietgroei per kwartaal en een daling met 1,11 procentpunt van de kans op een nieuwe bank-cliëntrelatie. Deze effecten zijn significant en langdurig. Maar ook hier blijken ze gemiddeld beschouwd relatief beperkt.

Interessanter is opnieuw om vast te stellen dat deze impact sterk verschilt tussen financiële instellingen. Kleine instellingen (5% kleinste balanstotaal) zullen hun kredietverlening tot driemaal sterker inperken wanneer hun kapitaalvereisten worden verhoogd dan grote instellingen (95% grootste). De verschillen zijn nog groter wanneer de heterogeniteit in termen van voorzieningen voor kredietverliezen in rekening wordt gebracht. Instellingen met hoge voorzieningen in de voorbije kwartalen zullen hun kredietgroei met 0,53 procentpunt verlagen voor 1,5 procentpunt extra kapitaalvereisten, terwijl de instellingen met relatief lage kredietvoorzieningen die groei niet inperken. Instellingen die in het recente verleden hun eigen vermogen hebben doen aangroeien of hun activa-aangroei hebben beperkt, zullen veel minder sterk reageren op de verhoging van de kapitaalvereisten. Wanneer wordt gecontroleerd voor de bedrijfskenmerken, blijkt dat grote bedrijven, volatiele of aan hoge risico's onderhevige bedrijven en bedrijven met een lage

impliciete leningsrente sterker worden beïnvloed door de maatregel.

Samengevat, de maatregelen in verband met de kapitaalvereisten hebben vooral effect op het kredietaanbod van kleine banken, instellingen met een hoger risicoprofiel, minder winstgevende instellingen en instellingen met minder kapitaalreserves. De maatregelen sorteren ook een groter effect voor instellingen die hoge kosten voor nieuw kapitaal dragen. De kredieten worden vooral beperkt in die richtingen waar de invloed op de risicogewogen activa het sterkst is, met andere woorden waar hij het meest bijdraagt tot het voldoen aan de gewogen kapitaalvereisten.

De microprudentiële maatregelen hebben wellicht een verwaarloosbare macro-economische impact op het kredietaanbod gehad en de effecten zijn sterk bankspecifiek. Het is niet duidelijk of deze conclusies voor de effecten van individuele kapitaalvereisten in het kader van het microprudentieel beleid kunnen worden geëxtrapoleerd naar algemene of sectorspecifieke kapitaalvereisten die in het kader van het macroprudentieel beleid werden opgelegd. De resultaten van beide studies die in deze sessie werden toegelicht, wijzen in elk geval op gelijklopende resultaten met een beperkte macro-economische impact maar gerichte effecten op de instellingen die de grootste risico's lopen en de zwaarste kosten dragen om aan hun kapitaalvereisten te voldoen.

3. Empirische gegevens over de impact van het niet-conventioneel monetair beleid

Het niet-conventioneel monetair beleid werkt via verschillende kanalen in op de reële economie en het inflatieproces. Enerzijds zijn er instrumenten die vooral via de verwachte toekomstige korte rente werken. Voorbeelden zijn de expliciete forward guidance omtrent de beleidsintenties voor de toekomstige korte rente, impliciete signalen voor de toekomstige rente via kwantitatieve verruimingsoperaties of langerlopende herfinancieringstransacties waarbij de centrale bank de lage beleidsrente ook effectief aanrekenet voor financieringen of beleggingen met een langere looptijd. Andere kanalen proberen vooral de risicopremies in de langetermijnrente en andere krediettarieven te beïnvloeden. Voorbeelden zijn de kwantitatieve verruimingsoperaties via aankopen van overheidspapier of van min of meer risicovolle private effecten, het versoepelen van de criteria voor kredietverlening of het verlagen van de kredietkosten voor langerlopende herfinancieringstransacties, enz. Deze kanalen proberen vooral het nemen van risico door de beleggers te stimuleren, waarbij kan worden ingespeeld op de verschillende componenten

van het risico: het looptijdrisico, het kredietrisico, het liquiditeits- en financieringsrisico. Deze risicopremies kunnen worden beïnvloed via het portfoliokanaal dat werkt via de substitutie en arbitrage tussen verschillende activa in de financiële markten enerzijds, en een bankkredietkanaal anderzijds, dat probeert om allerlei beperkingen bij de financiële instellingen te ondervangen om zodoende hun rentemarges en kredietverleningscriteria te versoepelen en het kredietaanbod te verruimen. Het traditionele bankkredietkanaal focust veeleer op de beschikbaarheid van voldoende liquide financieringsmiddelen als voornaamste beperking voor het kredietaanbod. Het hierboven besproken risiconemingskanaal benadrukt meer de mogelijkheid of de bereidheid van de financiële instellingen om extra risico te nemen. De impact van de verschillende beleidsinstrumenten kan meestal worden teruggevoerd op een of meer van deze kanalen. Daarbij wordt in de Europese context meer aandacht besteed aan het bankkredietkanaal wegens de relatief belangrijke rol van de kredietinstellingen in de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens.

Het blijft een moeilijke empirische oefening precies in te schatten welke kwantitatieve impact die verschillende kanalen hebben om de kredietverlening en zodoende ook de economische bedrijvigheid en de inflatie te ondersteunen. Dit bleek opnieuw uit de verschillende bijdragen die in dit kader werden toegelicht op de conferentie.

In zijn keynotepresentatie over de transmissie van kwantitatieve verruiming concentreerde Professor Reis zich op de gevolgen van deze ingrepen voor de reserves die financiële instellingen aanhouden bij de centrale banken. Wanneer de centrale bank overheidseffecten aankoopt en daardoor de actiefzijde van haar balans verruimt, is de toename van de reserves de natuurlijke tegenpost aan de passiefzijde. Een ruimer aanbod van reserves zal de prijs van de reserves drukken. Deze prijs kan worden gedefinieerd als het verwachte reële rendement op alternatieve beleggingen min het verwachte rendement op de reserves. Deze spread zal teruglopen als het aanbod van de reserves toeneemt. Volgens Reis bestaat er echter een saturatiepunt waarbij de spread verwaarloosbaar wordt en de financiële instellingen totaal geen onderscheid meer maken tussen de verschillende vormen waarop ze hun liquiditeit kunnen aanhouden. Op dit punt zullen verdere verruimingsoperaties geen effect meer uitoefenen via het reserveaanbodkanaal.

Om zijn stelling te ondersteunen, analyseerde Reis de impact van de verschillende 'quantitative easing'- of QE-programma's in de VS op de inflatieverwachtingen die kunnen worden beschouwd als een indicator voor de uiteindelijke doelstelling van het monetair beleid.

De waarschijnlijkheidsverdeling van deze inflatieverwachtingen kan worden afgeleid uit de optiepreizen van inflatiecontracten. Het eerste QE-programma had een duidelijk effect op deze verdeling: de inflatieverwachtingen voor de komende vijf jaar verschoven naar rechts, vooral omdat een veel lagere waarschijnlijkheid werd toegekend aan zeer lage inflaterealisaties in de toekomst. Dergelijke effecten zijn evenwel niet meer merkbaar voor de latere QE-programma's. Volgens Reis was dit toe te schrijven aan het feit dat het saturatiepunt bereikt was en een verdere kwantitatieve versoepeling geen effecten meer had via het reserveaanbod.

Reis baseerde zijn analyse vooral op het effect van het reserveaanbod, met andere woorden op de expansie aan de passiefzijde van de centralebankbalans. Hij besteedde in zijn analyse weinig aandacht aan de gevolgen voor de actiefzijde en meer in het bijzonder aan de samenstelling van de in de verruimingsoperaties aangekochte activa. De door hem waargenomen stabiele verdeling van de inflatieverwachtingen tijdens de latere QE-operaties waarbij verschillende activacategorieën werden aangekocht, zoals effecten met een hypotheek als onderpand, en waarbij ook forward guidance-signalen te zien waren, impliceert indirect dat de samenstelling van de actiefzijde en de additionele niet-conventionele maatregelen geen belangrijke effecten hebben uitgeoefend. De andere transmissiekanalen die signalen geven omtrent de toekomstige korte rente, het portfoliobalancekanaal of het bankkredietkanaal zijn blijkbaar niet voldoende sterk geweest om de inflatieverwachtingen noemenswaardig te beïnvloeden. Dit betekent niet noodzakelijk dat die kanalen geen reële effecten hebben gehad op de economie. Het achterwege blijven van een effect op de inflatieverwachting kan ook te verklaren zijn door de geringe gevoeligheid van het inflatieproces voor de reële bedrijvigheid. Dergelijke vlakke Phillipscurve is immers waarschijnlijker in een periode van financiële crisis en grote onderbenutting van de productiecapaciteit.

Verder stelde Reis ook dat die verruimingsoperaties en de daarmee gepaard gaande toename van de balansomvang van de centrale banken geen reden zijn voor ongerustheid. De huidige waarde van de seigniorage volstaat ruimschoots om de waarde van de reserves te garanderen. Er zijn dus geen belangrijke redenen om te denken dat de omvangrijke centralebankbalansen een risico voor de financiële stabiliteit inhouden. De centrale banken hebben volgens Reis nog andere opties om hun inflatiedoelstelling te bereiken. Het meest voor de hand liggende instrument bestaat in reservedeposito's met een langere looptijd tegen een vaste rente. Dergelijke maatregelen garanderen een lage rente voor een langere looptijd en zijn mogelijk effectiever dan de FG-boodschappen omtrent de

intenties voor de toekomstige korte rente waarbij steeds een commitmentprobleem rijst. Dergelijke maatregelen kunnen worden vergeleken met de LTRO II-transacties die de ECB uitvoert, maar deze herfinancieringstransacties werken direct door via de financiering aan de banken, veeleer dan via de reserves.

Impact via de verwachtingen en het portfoliobalanc kanaal

De paper van De Graeve gaf een positiever beeld over de efficiëntie van de kwantitatieve versoepeling in de VS en meer bepaald over Operation Twist als onderdeel van QE2. De Graeve raamt een structureel macromodel met een expliciet portfoliobalanc kanaal. Daarvoor wordt verondersteld dat beleggers een voorkeur hebben voor een specifieke portfoliosamenstelling. Wanneer het aanbod van het langlopende overheidspapier, dat beschikbaar is voor de private belegger, kleiner is dan de geprefereerde portfoliovraag, zal dit zich vertalen in een hogere prijs voor het langetermijnpapier en dus in een lager verwacht rendement. Deze daling van de termijnpremie zal ook ten dele worden doorgerekend in de kredietkosten voor bedrijven en huishoudens en zal zo de investeringen in de economie stimuleren. In Operation Twist kocht de Federal Reserve langetermijnpapier en financierde dit via de verkoop van haar Treasury bills op korte termijn. Op die manier probeerde zij specifiek in te spelen op de preferred habitat beleggingsstrategieën om de lange rente te doen dalen. Volgens de schattingen van De Graeve leidde dit effectief tot een daling van de lange rente. Via de stimulering van de investeringen leidde dit tot een toename van het bbp, meer bepaald met 0,6% voor deze specifieke operatie. Het effect op de inflatie bleef beperkt tot 0,3%, aangezien de geschatte Phillipscurve redelijk vlak is.

Deze respons is omvangrijker dan de bevindingen van Reis suggereerden en is ook aanzienlijk groter dan in de originele ramingen van dit portfoliomodel door Chen, Curdia en Ferrero (2012). Mogelijke verklaringen voor deze grotere effecten zijn de flexibele modellering van de portfoliostructuur en de nauwkeurigere schatting van de renteverwachtingen. Doordat de optimale portfoliostructuur in het model van De Graeve kan variëren in de tijd, kan een onderscheid worden gemaakt tussen de korte- en langetermijneffecten van wijzigingen in het aanbod van overheidspapier. De aanpassingen in de portfoliostructuur zullen grotere rendementsverschillen vereisen op korte termijn dan op lange termijn. Hierdoor is het mogelijk om omvangrijke dynamische effecten van Operation Twist op de lange rente te schatten en toch consistent te blijven met een stabiele rentestructuur op lange termijn. De identificatie van het portfoliobalanc-effect op de lange rente veronderstelt ook een gepaste modellering

van de renteverwachtingen. Aangezien de lange rente de uitkomst is van enerzijds het verwachte verloop van de korte rente en anderzijds de termijnpremie met de portfoliobalancpremie als onderdeel, moet elk van deze componenten correct worden gemodelleerd om hun specifieke bijdrage te kunnen bepalen. Daarom moeten de effecten van forward guidance en de portfoliobalanc-effecten van QE-operaties samen worden bestudeerd. Belangrijk voor de identificatie is ook dat de structurele modellering het mogelijk maakt de aankondigingseffecten van deze instrumenten te evalueren. Uit de resultaten van deze studie blijkt dat er een belangrijke rol is weggelegd voor de coördinatie van het monetair beleid en het begrotingsbeleid, met name inzake de samenstelling van de overheidsschuld in periodes waarin de korte rente in de buurt van haar ondergrens komt.

De andere bijdragen in deze sessie over de niet-conventionele monetaire instrumenten gingen over de ervaringen in het eurogebied. In Dewachter, Lania en Wijmandts werd de transmissie van de verschillende beleidsinstrumenten van de ECB geanalyseerd aan de hand van een model voor de termijnstructuur van de rentetarieven. Ook in deze benadering wordt getracht de omvang te bepalen van de verschillende kanalen waarlangs het niet-conventionele beleid werkt, en dit door de lange rente uit te splitsen in enerzijds de verwachte rentecomponent en anderzijds de termijnpremie. Deze analyse verloopt in twee stappen: eerst wordt een termijnstructuurmodel geraamd voor de risicovrije rente aan de hand van de OIS-rentetarieven; daarna wordt een soortgelijk model geraamd voor de landenspreads en meer bepaald voor de rendementen op overheidspapier van Italië, Spanje, Frankrijk en België. Voor het model van de risicovrije rente wordt ook een variant geschat die expliciet rekening houdt met de impact van de effectieve bodemrente. Met deze modellen kunnen de risicovrije rente en de landenspreads worden uitgesplitst in de verwachte rente en de termijnpremie voor het toekomstige renterisico. Daarna wordt nagegaan hoe de opgetekende rentecurves en hun geschatte deelcomponenten hebben gereageerd op de aankondigingen van niet-conventionele monetaire beleidsmaatregelen. Deze eventstudie maakt het mogelijk de renterespons in te delen naar de achterliggende transmissiekanalen: welk deel van de rentereactie is toe te schrijven aan wijzigingen in de verwachte toekomstige rente, en welk deel aan de risicopremie voor het toekomstige renterisico of de vergoeding voor het verwachte of onverwachte landenrisico.

De eerste drie niet-conventionele maatregelen van de ECB, met name het SMP-, het (T)LTRO- en het OMT-programma, genereerden volgens het geraamde model voor de risicovrije OIS-rentetarieven een aanzienlijke daling in de verwachte toekomstige rente. Deze effecten

werden echter in belangrijke mate gecompenseerd door een toename in de termijnpremie. De meer recente maatregelen, vooral de FG en het APP-programma, zoals aangekondigd bij verschillende gelegenheden vanaf augustus 2014, hadden een beperkt effect op de OIS-tarieven. Daarbij blijkt het belangrijk te zijn om rekening te houden met de invloed van de bodemrente in het model, zo niet dreigt het effect op de renteverwachtingen te worden overschat. Zowel het verwachtingseffect als het portfolio-balance-effect voor de risicovrije rente, en bij uitbreiding de yieldcurve van de kernlanden van het eurogebied, blijven volgens deze analyse dus zeer beperkt in omvang.

De effecten van deze maatregelen op de landenpremies waren daarentegen veel omvangrijker. Het grootste deel van de daling in de landenpremie, meer dan twee derde voor alle programma's, wordt toegeschreven aan de daling van de risicopremie voor de onzekerheid omtrent het toekomstige verloop van de landenspread. Dit is niet verwonderlijk, aangezien het eurogebied in deze periode getroffen werd door een vertrouwenscrisis inzake de overheidsschulden, die nauw samenhangt met de bankencrisis. De niet-conventionele maatregelen van de ECB waren dan ook vooral gericht op het herstel van het transmissiemechanisme van de lage rente in het gefragmenteerde eurogebied. Dit kan ook mede verklaren waarom de impact op de risicovrije rente en de rentecurve in de kernlanden zo beperkt was: het herstel van het vertrouwen in de monetaire unie leidde tot een omslag in de vlucht naar veiligheid die de risicovrije rente uitzonderlijk deed dalen in de crisisperiode. De normalisering van de risicovrije termijnstructuur na de maatregelen vormde de tegenpost van de dalende landenpremies voor de perifere landen.

Impact via het bankkredietkanaal

Boeckx *et al.* en Lamers *et al.* gingen in hun bijdragen meer in detail na hoe de banksector heeft gereageerd op de monetaire impulsen tijdens de financiële crisis.

Boeckx, de Sola Perea en Peersman concentreerden zich in hun bijdrage op het bankkredietkanaal in de transmissie van de monetaire impulsen aangedreven door de balansexpansie van de ECB. De paper bouwt verder op de resultaten van Boeckx, Dossche en Peersman (2014), waarin een macro-economisch SVAR-model geraamd werd om de impact van dergelijke schokken in het eurogebied na te gaan. De resultaten toonden aan dat de schokken een positief effect hadden op het bankkrediet en de financiële markten en zodoende ook de economische activiteit en de inflatie ondersteunden. In de nieuwe paper wordt nader toegelicht via welk mechanisme de kredietverlening gestimuleerd werd en in het bijzonder bij welke financiële instellingen de krediettoename geconcentreerd was.

Daartoe ramen de auteurs een panel-regressiemodel waarin de kredietgroei bij individuele banken naar aanleiding van de monetaire kredietversoepeling gerelateerd wordt aan een reeks van bankkenmerken. De resultaten verlenen krachtige steun aan het bankkredietkanaal. Ze wijzen immers uit dat de grootste effecten via dit kanaal optreden bij de banken die in normale omstandigheden moeilijk toegang hebben tot externe middelen ter financiering van hun kredietverlening. Door de monetaire versoepeling kunnen precies deze banken toegang krijgen tot de broodnodige financieringsbronnen. In overeenstemming met het bankkredietkanaal vinden de auteurs dat de reactie in de kredietgroei naar aanleiding van de monetaire versoepeling het grootst is bij kleinere banken, bij banken met relatief minder retaildeposito's, bij banken met geringere liquiditeit en met lagere kapitaalratio's. Met andere woorden: de effecten zijn groter bij banken die meer afhankelijk zijn van externe financiering, maar problemen hebben met de toegang tot deze middelen om redenen van asymmetrische informatie of moral hazard. Zowel de kredietvolumes als de krediettarieven reageren bij deze banken sterker na de monetaire schokken. Belangrijk daarbij is dat rekening gehouden moet worden met de niet-lineaire rol van de kapitaalvereisten. Banken die tegen hun minimumkapitaalvereisten zitten en geen toegang hebben tot extra kapitaal, zullen hun kredietverlening blijvend belemmerd zien. Dit betekent dat de interactietermen met de kapitaalvereisten opgenomen moeten worden in de empirische specificatie, zo niet wordt het bankkredietkanaal onderschat. Kleine banken met beperkte liquiditeit die sterk afhankelijk zijn van marktfinanciering, zullen het meest profijt trekken van de aangeboden centralebankliquiditeit, maar alleen op voorwaarde dat hun kapitaalpositie hen effectief toelaat om extra risico's op te nemen.

Uit de resultaten van de panelanalyse blijkt dat, gemiddeld, de krediettoename 6 basispunten belooft en de krediettarieven met 4 basispunten dalen bij een monetaire schok die overeenkomt met een stijging van het balanstotaal van de ECB met 1,5%. Deze gemiddelde reactie is relatief beperkt en stemt overeen met de vroegere resultaten op macrovlak. De verschillen tussen de financiële instellingen zijn evenwel zeer groot en vooral de kredietgroei kan een veelvoud zijn van het gemiddelde bij de instellingen die het sterkst beperkt werden in hun financiering.

Deze resultaten zijn complementair aan de conclusies van soortgelijke papers waarin gebruik gemaakt wordt van dezelfde dataset van bankbalansgegevens en bankrentetarieven. Altavilla, Canova en Ciccarelli (2016) concentreren zich bijvoorbeeld meer op de doorwerking van de schokken op de korte rente in de krediettarieven. Zij stellen vast dat de sterke toename in de spreiding van de

krediettarieven tussen de banken tijdens de crisis in het eurogebied in 2012 en 2013 vooral te wijten was aan het onvoldoende doorrekenen van de lagere markttrente door banken met weinig kapitaal en een sterke blootstelling aan overheidspapier. Het bankkredietkanaal voor de transmissie van de traditionele renteschokken wordt dus blijkbaar ook gehinderd in crisisperiodes, wanneer meerdere instellingen geconfronteerd worden met bindende restricties, bijvoorbeeld met betrekking tot hun kapitaalvereisten, of met andere economische of reglementaire beperkingen. Voorts tonen ze aan dat de niet-conventionele maatregelen sinds 2014, met name de TLTRO en het APP-programma, de kredietverleningscapaciteit van deze banken grotendeels hebben hersteld: de banken met veel probleemkredieten en een gering kapitaal reageerden het sterkst op deze nieuwe monetaire impulsen. Wel merken ze op dat deze effecten ten koste gingen van de rentemarges, hetgeen mogelijk tot problemen kan leiden op langere termijn, aangezien de rentabiliteit van de betrokken instellingen kan worden aangetast.

Lamers, Mergaerts, Meuleman en Vander Vennet gaan in hun bijdrage expliciet na in welke mate de monetairbeleidsschokken sinds het begin van de financiële crisis de financiële stabiliteit hebben beïnvloed. Meer in het bijzonder wordt in deze studie het effect van de monetaire impulsen op de aandelenkoers van de financiële instellingen onderzocht, alsook de gevoeligheid van deze marktcoersen voor systeemrisico's. De monetaire innovaties worden daarbij geïdentificeerd door een originele techniek die gebruik maakt van de heteroscedasticiteit in een set van financiële variabelen tussen dagen met en zonder monetaire aankondigingen. De impact van het systeemrisico op de financiële sector wordt gemeten aan de hand van de MES (marginal expected shortfall) op lange termijn: deze maatstaf meet de mogelijke koerscorrecties in het bankaandeel gedurende zes maanden wanneer de marktindex van de financiële sector tijdens dezelfde periode met 40% zou dalen.

De paper steunt op de analyse van een database van beursgenoteerde banken in de VS (438 instellingen) en in het eurogebied (63 instellingen) met informatie omtrent hun markwaardering en een aantal bankkenmerken. Voor de VS bleek zowel de marktcoers van de financiële instellingen als hun systeemrisico gemiddeld genomen positief te reageren op expansieve monetaire schokken. Deze schokken ondersteunen vooral de marktwaarde van financiële instellingen met relatief meer risicogewogen activa, minder depositofinanciering en een groter aandeel van hun inkomen uit de rentemarge. Het systeemrisico nam daarentegen vooral toe bij instellingen met minder risicogewogen activa, meer depositofinanciering en meer eigen vermogen. De marktcoersen stegen met andere

woorden vooral bij de meer risicovolle instellingen, terwijl de toename van het systeemrisico zich concentreerde bij de robuuste instellingen.

Ook in het eurogebied stegen vooral de marktcoersen van de risicovolle en meer van de rentemarge afhankelijke banken als gevolg van de monetaire impulsen. In de perifere landen was dit ook het geval voor de banken met een laag eigen vermogen. Maar anders dan in de Verenigde Staten, liep het systeemrisico in het eurogebied terug, vooral bij de risicovolle banken uit de periferie.

Deze resultaten tonen aan dat de monetaire impulsen sinds de financiële crisis positieve effecten gehad hebben voor de financiële sector en de financiële stabiliteit. Wel zijn er aanwijzingen dat deze maatregelen sommige instellingen in staat gesteld hebben om de nodige herschikking in hun balansstructuur uit te stellen. Daarnaast kan de situatie ook verslechteren indien de langdurige lage rente de rente-inkomsten van de financiële instellingen verder ondermijnt en hen daardoor aanzet tot het ondernemen van meer risicovolle activiteiten. Dit kan in het bijzonder problematisch worden als de risiconeming vooral geconcentreerd zou zijn bij de zwakkere banken. Maar zoals hoger reeds beschreven zijn de empirische gegevens daaromtrent nog niet eenduidig en wellicht is deze tendens ook afhankelijk van de reactie van het toezicht op de banken. Aangezien vooral de risicovolle instellingen met veel marktfianciering en relatief weinig vermogen gewonnen hebben bij de monetaire versoepeling, is het ook de vraag of de verstrakking van het beleid in de toekomst mogelijk problemen zal genereren voor deze groep van meer risicogevoelige instellingen.

Conclusies

In verschillende bijdragen op het colloquium is getracht om de transmissiekanalen van zowel monetaire als prudentiële instrumenten te kwantificeren. Wijzigingen in (macro)prudentiële kapitaalvereisten hebben sterk uiteenlopende effecten afhankelijk van de bankkenmerken. De instellingen die het grootste risico lopen worden ook effectief het meest aan banden gelegd door de maatregelen. De ongewenste kosten die eventueel kunnen voortvloeien uit een restrictieve reactie van het kredietaanbod blijven beperkt. Dit toont aan dat dergelijke maatregelen efficiënt kunnen aangewend worden om de financiële stabiliteit en de weerbaarheid van de financiële instellingen te versterken, zonder al te grote macro-economische neveneffecten. Dezelfde vaststellingen zijn van toepassing voor de effecten van de niet-conventionele monetairbeleidsimpulsen. Ook daar slagen de instrumenten erin om de financiële instellingen te bereiken die het meest nood

hebben aan extra financiering. Er zijn weinig signalen die erop wijzen dat dit aanleiding geeft tot excessief risicogedrag, ook niet bij de minder robuuste instellingen. Wellicht draagt het verstrengde reglementaire kader bij tot het verzekeren van deze stabiliteit.

Verskillende bijdragen op het colloquium waren kritisch over een actieve cyclische finetuning van het macroprudentieel beleid. De nadruk werd eerder gelegd op een stabiel en strikt prudentieel kader met hoge kapitaalvereisten voor de financiële sector, op basis van een correcte inschatting van de kredietrisico's. Op die manier kan het beleid het meest efficiënt bijdragen om excessief risiconemingsgedrag bij de meest kwetsbare instellingen onder controle te houden. Na een periode van crisis en financiële stress is het belangrijk dat de financiële instellingen snel hun balansstructuur kunnen herschikken en hun kapitaalposities versterken. Alleen op die manier kan verzekerd worden dat zij kunnen bijdragen tot het ondersteunen van de nieuwe kredietverlening aan gezonde en productieve investeringen. In de huidige omgeving van lage rendementen moeten de financiële instellingen ook hun businessmodellen flexibel aanpassen, zodat hun rendabiliteit op lange termijn gewaarborgd blijft. Het is ook de taak van het (macro)prudentieel kader om daarover te waken.

In de moeilijke situatie van de voorbije jaren is het monetair beleid erin geslaagd het transmissiemechanisme opnieuw te laten werken en de voornaamste kredietbeperkingen aan de aanbodzijde terug te schroeven. Dankzij deze niet-conventionele instrumenten is de rust op de financiële markten teruggekeerd en hebben de financiële instellingen opnieuw ruimte om hun rol van financiële intermediair waar te maken. De actieve en ruime liquiditeitsverstrekking door de centrale banken zal wellicht nog lange tijd aanhouden. Minder duidelijk is of dit beleid tot nu toe ook veel effecten heeft gehad op de uiteindelijke doelstelling, met name op het inflatieproces. Het is niet evident om de inflatieverwachtingen op lange termijn te blijven stabiliseren tijdens een aanhoudende periode van

geringe groei en lage nominale rente. Daarom is het van belang dat er geen twijfel ontstaat over de bereidheid van de monetairbeleidsautoriteiten om met alle mogelijke middelen het monetair beleid voort te zetten en de finale doelstelling te bereiken.

De bijdragen op het colloquium hebben duidelijk het nut aangetoond van het micro-economisch onderzoek over het transmissiemechanisme van de diverse instrumenten bij de financiële instellingen. Daarbij is het zaak te werken met data van individuele kredietinstellingen die verbonden kunnen worden met de informatie van de individuele kredietnemers en deze relaties te volgen in de tijd. Alleen op die manier kan de rol van het kredietaanbod duidelijk geïdentificeerd worden, hetgeen noodzakelijk is voor een evaluatie van het transmissiemechanisme. Dit soort van analyse is cruciaal om de wisselwerking tussen het monetair en het (macro)prudentieel beleid beter te begrijpen. Dergelijke studies moeten ook meer aandacht besteden aan de effectieve aanwending van de extra financiële middelen, en hoe deze middelen uiteindelijk de productie en prijsbeslissingen beïnvloeden. Macro-economische modellen bieden het voordeel dat ze de verwachtingen expliciet kunnen controleren, zodat de interpretatie van de vooruitlopende financiële variabelen mogelijk is. Deze modellen moeten verder uitgewerkt worden om de integratie van de monetaire en de macroprudentiële instrumenten in een consistent kader mogelijk te maken. Dergelijke modellen zijn nodig om de optimale coördinatie van deze beleidsdomeinen verder te bestuderen. De bijdragen van Dennis en Illbas en van Lewis en Villa op het colloquium toonden aan dat deze interacties complex zijn en dat verder onderzoek hieromtrent noodzakelijk is. De macromodellen moeten ook oog hebben voor de heterogeniteit binnen de financiële sector, aangezien het transmissiemechanisme zeer uiteenlopende effecten sorteert, afhankelijk van de kenmerken van de financiële instellingen. De wisselwerking tussen de financiële instellingen is daarbij ook relevant, zoals Gnabo en Scholtes aantoonde in hun bijdrage over de rol van de netwerkstructuur in het transmissiemechanisme.

Bibliografie

- Adrian T. en H.S. Shin (2008), *Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 346, September.
- Altavilla C., F. Canova en M. Ciccarelli (2016), *Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through*, ECB Working Paper 1978.
- Boeckx J., M. de Sola Perea en G. Peersman (2016), *The transmission mechanism of credit support policies in the euro area*, NBB Working Paper 302.
- Boeckx J., M. Dossche en G. Peersman (2014), *Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies*, NBB Working Paper Research, 275.
- Borio C. en H. Zhu (2008), *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?*, BIS Working Paper 268.
- Brunnermeier M.K., H. James en J.-P. Landau (2016), *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton University Press.
- Chen H., V. Curdia en A. Ferrero (2012), 'The Macroeconomic Effects of Large-scale Asset Purchase Programmes', *The Economic Journal*, 122(564), 289–315.
- Clerc L., S. Moyen, A. Derviz, C. Mendicino, K. Nikolov, L. Stracca, J. Suarez en A. Vardoulakis (2015), 'Assessing capital regulation in a macroeconomic model with three layers of default', *International Journal of Central Banking*, 11(3), 9-63, June.
- De Graeve F. en K. Theodoridis (2016), *Forward guidance, quantitative easing, or both?*, NBB Working Paper 305.
- De Jonghe O., H. Dewachter en S. Ongena (2016), *Bank capital (requirements) and credit supply: evidence from pillar 2 decisions*, NBB Working Paper 303.
- Dell'Ariccia G. (2016), *The relationship between monetary policy and financial stability*, Keynote presentation.
- Dell'Ariccia G. en R. Marquez (2006), 'Lending Booms and Lending Standards', *Journal of Finance*, American Finance Association, 61(5), 2511–2546, October.
- Dell'Ariccia G., L. Laeven en G. A. Suarez (2016), *Bank leverage and monetary policy's risk-taking channel: evidence from the United States*, ECB Working Paper Series 1903.
- Dennis R. en P. Ilbas (2016), *Monetary and macroprudential policy games in a Monetary Union*, NBB Working Paper 304.
- Dewachter H., L. Iania en J.-C. Wijnandts (2016), *The response of euro area sovereign spreads to the ECB unconventional monetary policies*, NBB Working Paper 309.
- Ferrari S., M. Pirovano en P. Rovira Kaltwasser (2016), *The impact of sectoral macroprudential capital requirements on mortgage loan pricing: evidence from the Belgian risk weight add-on*, NBB Working Paper 306.
- Gnabo J.Y. en N.K. Scholtes (2016), *Assessing the role of interbank network structure in business and financial cycle analysis*, NBB Working Paper 307.
- Ioannidou V., S. Ongena en J.-L. Peydró (2015), 'Monetary Policy, Risk-Taking, and Pricing: Evidence from a Quasi-Natural Experiment', *Review of Finance*, 19(1), 95–144.

Jimenez G., S. Ongena, J.L. Peydró en J. Saurina (2014), 'Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?', *Econometrica*, 82(2), 463–505.

Lewis V. en S. Villa (2016), *The interdependence of monetary and macroprudential policy under the zero lower bound*, NBB Working Paper 310.

Lamers M., F. Mergaerts, E. Meuleman en R. Vander Venet (2016), *The trade-off between monetary policy and bank stability*, NBB Working Paper 308.

Maddaloni A. en J. L. Peydró (2011), 'Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and U.S. Lending Standards', *Review of Financial Studies*, 24(6), 2121–2165.

Rajan R.G. (2005), 'Has Financial Development Made the World Riskier?', Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole', *Federal Reserve Bank of Kansas City*, August, 313–369.

Reis R. (2016), *Funding quantitative easing to target inflation*, Keynote presentation.

Suarez J. (2016), *Optimal dynamic capital requirements*, Keynote presentation.

Tucker P. (2016), *The Design and Governance of Financial Stability Regimes: A Common-resource Problem That Challenges Technical Know-How, Democratic Accountability and International Coordination*, Essays on International Finance, CIGI, 3, September.

Resultaten en financiële situatie van de ondernemingen in 2015

I. Rubbrecht
D. Vivet^(*)

Inleiding

Ieder jaar licht de Nationale Bank in haar Economisch Tijdschrift van december de ontwikkelingen toe zoals die blijken uit de jaarrekeningen van de niet-financiële vennootschappen. In het najaar beschikt de Balanscentrale immers over een voldoende representatief staal van de jaarrekeningen met betrekking tot het voorgaande jaar. De uit dat staal getrokken conclusies kunnen dus met een hoge mate van betrouwbaarheid worden geëxtrapoleerd naar het geheel van de onderzoekspopulatie.

Dit artikel bestaat uit drie delen. Het eerste deel is een summier beschrijving van de gevolgde methode en de bestudeerde populatie. In het tweede deel wordt een extrapolatie van de belangrijkste posten van de exploitatierekening voor het boekjaar 2015 voorgesteld, die zich hoofdzakelijk toespitst op de toegevoegde waarde, de personeelskosten, de afschrijvingen en het bedrijfsresultaat. De extrapolaties worden uitgesplitst naar de omvang van de bedrijven en de voornaamste bedrijfstakken, waarbij dit jaar de specifieke kenmerken van de bouwnijverheid worden onderzocht. Bovendien worden ze beschouwd uit gewestelijk oogpunt, via een analyse van de sectorale bijdragen tot de groei van de toegevoegde waarde in elk gewest van het land. In het derde deel, ten slotte, wordt de financiële situatie van de vennootschappen in termen van rentabiliteit en financiële structuur beoordeeld. Die analyse is gebaseerd op de interpretatietheorie van de jaarrekeningen en belicht de situatie vanuit zowel een macro-economisch standpunt (totalisaties) als een micro-economisch standpunt

(medianen en andere verdelingsmaatstaven). Ze maakt met name gebruik van verschillende maatstaven inzake rentabiliteit (waaronder het financiële-hefboomeffect) en solvabiliteit. In dit deel worden onder meer het dividendbeleid van de ondernemingen, hun netto financiële schuld ratio en hun kredietrisico (berekend op basis van het 'Inhouse credit assessment system' (ICAS) van de Bank) onderzocht.

1. Methode en beschrijving van de populatie

1.1 Methode

Sinds het einde van de jaren zeventig verzamelt de Balanscentrale de rekeningen van de niet-financiële vennootschappen. Hiertoe zijn de ondernemingen verplicht uiterlijk zeven maanden na de afsluiting van het boekjaar hun jaarrekeningen neer te leggen aan de hand van een genormaliseerd formulier. De gegevens worden vervolgens geverifieerd en eventueel gecorrigeerd teneinde te voldoen aan de vereiste kwaliteitsnormen. Zo kan vanaf september een eerste analyse worden gemaakt.

De populatie van de jaarrekeningen met betrekking tot het laatst bestudeerde jaar, in casu 2015, is evenwel ieder jaar onvolledig. Dat komt doordat heel wat jaarrekeningen ofwel te laat worden neergelegd, ofwel de rekenkundige en logische controles van de Balanscentrale niet doorstaan. Daarom worden de gegevens voor 2015 geraamd op basis van een constant staal. Dat bestaat uit de ondernemingen die een jaarrekening hebben

^(*) De auteurs danken Jean-Marc Troch voor zijn technische bijstand.

neergelegd voor een boekjaar van twaalf maanden, zowel voor het boekjaar 2014 als voor het boekjaar 2015. De methode bestaat erin de resultaten voor 2015 te extrapoleren op basis van de ontwikkelingen in het staal, die representatief worden geacht voor het verloop van de hele populatie. Zoals in de vorige uitgaven van dit artikel is gebleken, gaat het om een hypothese die grotendeels wordt bewaarheid: de extrapolaties geven in de meeste gevallen een goede indicatie van de richting en de omvang van de reële bewegingen.

Het staal voor dit jaar werd op 9 september 2016 getrokken. Het telt 262 526 jaarrekeningen, of 75,2% van het totale aantal jaarrekeningen dat is neergelegd voor het boekjaar 2014. De representativiteitsgraad naar toegevoegde waarde ligt met 86,7% aanzienlijk hoger. Zoals in de vorige uitgaven van dit artikel werd beklemtoond, is de representativiteit mettertijd fors toegenomen, onder invloed van de technische vooruitgang die in de Balanscentrale werd geboekt en van het instellen van tarieftoeslagen voor het te laat neerleggen van de jaarrekening. Pro memorie: in 2005 bedroeg de representativiteit van het staal nog 52,6% wat het aantal vennootschappen betreft, en 82,4% met betrekking tot de toegevoegde waarde

1.2 Beschrijving van de bestudeerde populatie

De bestudeerde populatie stemt overeen met het geheel van niet-financiële vennootschappen zoals dat door de Balanscentrale is gedefinieerd. Dat geheel wordt echter gezuiverd voor de tak van de 'activiteiten van hoofdkantoren' (NACE-BEL 70 100), omdat deze branche vennootschappen omvat die doorgaans de functie van intern bankier of thesauriebeheerder binnen ondernemingsgroepen uitoefenen en uit dien hoofde kunnen worden gelijkgesteld met financiële vennootschappen.

Bijlage 1 bevat de NACE-BEL-codes van de bedrijfstakken die deel uitmaken van de populatie. De sector-specifieke groeperingen berusten op de nomenclatuur NACE-BEL 2008. Om redenen van presentatie en interpretatie verschilt de hier gehanteerde structuur echter enigszins van de officiële structuur van de nomenclatuur.

In het artikel worden de bedrijven ook volgens hun omvang van elkaar onderscheiden, op basis van de criteria die in het Wetboek van vennootschappen worden opgesomd. Deze werden gewijzigd bij de wet van 18 december 2015 tot omzetting van Richtlijn 2013/34/EU van 26 juni 2013 van het Europees Parlement en van de Raad betreffende de financiële overzichten en aanverwante

verslagen. De nieuwe criteria zijn van toepassing op de jaarrekeningen met betrekking tot de boekjaren die vanaf 1 januari 2016 aanvangen.

Aangezien deze analyse enkel slaat op voorgaande boekjaren, zullen hier, voor het laatst, de oude criteria worden gebruikt om een onderscheid te maken tussen de ondernemingen volgens hun omvang. Er zij aan herinnerd dat die criteria twee ondernemingscategorieën onderscheiden: grote en kleine ondernemingen. Een onderneming wordt als klein beschouwd indien ze tijdens de laatste twee boekjaren niet meer dan één van de volgende limieten heeft overschreden:

- gemiddeld aantal werknemers (op jaarbasis): 50;
 - omzet (ongerekend btw): € 7 300 000;
 - balanstotaal: € 3.650.000;
- behalve indien het jaargemiddelde van het aantal werknemers meer dan 100 bedraagt.⁽¹⁾

In alle andere gevallen wordt de onderneming als groot beschouwd.

Op grond daarvan staat het Wetboek van vennootschappen de niet-beursgenoteerde kleine ondernemingen toe hun jaarrekening neer te leggen volgens het verkorte schema, terwijl de grote ondernemingen en de beursgenoteerde kleine ondernemingen verplicht zijn het volledige schema te gebruiken. Om die reden wordt een grote onderneming, in het kader van deze studie en de voorgaande edities ervan, gedefinieerd als een vennootschap die een volledig schema neerlegt; de overige vennootschappen, namelijk die welke een verkort schema indienen, worden als kmo's beschouwd.

De nieuwe criteria voor de omvang en hun statistische impact zullen worden besproken en toegepast in de volgende editie van dit artikel. Ter herinnering: tot de voornaamste wijzigingen behoort de creatie van een subcategorie 'micro-ondernemingen' in de categorie van de kleine bedrijven. Voorts werden de eigenlijke drempels en de interpretatie ervan aangepast. Zo zullen de criteria niet meer op geconsolideerde basis worden berekend, behalve voor de moederondernemingen.

In tabel 1 wordt het verloop van de bestudeerde populatie tijdens de afgelopen jaren beknopt weergegeven. De gegevens met betrekking tot 2015 worden pro memorie meegedeeld, hoewel zij, zoals reeds vermeld, onvolledig

(1) Indien het boekjaar meer of minder dan twaalf maanden telt, wordt het criterium betreffende de omzet verhoudingsgewijs berekend. Als de onderneming met een of meer ondernemingen verbonden is, wordt het criterium met betrekking tot het jaargemiddelde van het aantal werknemers berekend door het gemiddelde aantal werknemers van alle betrokken ondernemingen op te tellen, en worden de criteria die verband houden met de omzet en het balanstotaal op geconsolideerde basis berekend. Voor meer informatie, zie het advies CBN 2010-5 van de Commissie voor Boekhoudkundige Normen (www.cnc-cbn.be).

waren op het ogenblik dat dit artikel werd opgesteld. De kmo's zijn ruim in de meerderheid (348 769 vennootschappen in 2014, of 94 % van het totaal). Uitgedrukt in toegevoegde waarde en aantal banen hebben de grote ondernemingen daarentegen een duidelijk overwicht (€ 135 miljard toegevoegde waarde en 1,3 miljoen banen in 2014, of respectievelijk 74 % en 70 % van het totaal).

Er zij beklemtoond dat het soort schema voor de jaarrekeningen slechts een van de criteria is om tussen de ondernemingen een onderscheid te maken naar omvang. In statistische analyses worden regelmatig andere criteria gehanteerd, met name de omzet en de werkgelegenheid. Het criterium van de omzet kan niet op de jaarrekeningen worden toegepast, omdat de rubriek facultatief is in de verkorte schema's. In 2014 werd de omzet in slechts 10 % van de 327 357 neergelegde verkorte schema's vermeld. Dat percentage is mettertijd voortdurend gedaald: begin jaren 2000 beliep het nog 37 %.

De werkgelegenheid wordt daarentegen in alle neergelegde jaarrekeningen vermeld. Ter indicatie wordt in tabel 2 een uitsplitsing van de ondernemingen weergegeven op basis van rubriek 9087 van de jaarrekening, namelijk het gemiddelde aantal in het personeelsregister ingeschreven werknemers, in voltijdse equivalenten. Daarbij kan worden vastgesteld dat 27 % van de grote ondernemingen en 63 % van de kmo's in hun jaarrekening geen enkel personeelslid aangeven. Hoewel dergelijke bedrijven in vrijwel alle activiteitsdomeinen te vinden zijn, komen ze inzonderheid voor in de diensten, waaronder het bedrijfsbeheer, de vastgoedsector, de IT-activiteiten en de diensten aan ondernemingen. Die aanwezigheid van tal van zeer kleine ondernemingen hangt nauw samen met de bepalingen van de Belgische wetgeving, die vrijwel alle als vennootschap werkende ondernemingen verplicht een jaarrekening neer te leggen. Daarentegen zijn de ondernemingen die meer dan 250 werknemers vermelden, sterk in de minderheid, aangezien ze met 827 eenheden slechts 0,2 % van het totaal uitmaken. Deze bedrijven hebben niettemin een

TABEL 1 BESTUDEERDE POPULATIE PER BOEKJAAR
(situatie op 10 september 2016)

	2010	2011	2012	2013	2014	p.m. 2015
Totaal aantal ondernemingen	318 008	336 684	342 428	346 574	348 769	271 768
waarvan:						
Grote ondernemingen	19 268	20 091	20 539	20 887	21 412	17 466
Kmo's	298 740	316 593	321 889	325 687	327 357	254 302
Verwerkende nijverheid	22 001	21 848	22 000	21 642	22 308	22 198
Niet-verwerkende bedrijfstakken	270 998	279 178	291 457	296 366	314 376	320 230
Toegevoegde waarde (in € miljoen)	167 797	173 907	176 361	179 014	181 537	164 768
waarvan:						
Grote ondernemingen	126 412	128 874	130 850	133 355	135 233	128 947
Kmo's	41 385	45 033	45 511	45 659	46 304	35 821
Verwerkende nijverheid	46 820	46 602	46 809	47 442	48 647	46 358
Niet-verwerkende bedrijfstakken	120 978	127 305	129 552	131 572	132 890	118 409
Werkgelegenheid⁽¹⁾	1 816 637	1 880 090	1 878 294	1 870 700	1 877 138	1 592 606
waarvan:						
Grote ondernemingen	1 268 985	1 302 404	1 304 675	1 303 497	1 314 258	1 192 406
Kmo's	547 652	577 687	573 619	567 203	562 880	400 200
Verwerkende nijverheid	457 515	460 096	454 466	445 541	436 168	382 634
Niet-verwerkende bedrijfstakken	1 359 122	1 419 994	1 423 827	1 425 159	1 440 971	1 209 972

Bron: NBB.

(1) Gemiddeld personeelsbestand, in voltijdse equivalenten.

TABEL 2 UITSPLITSING VAN DE ONDERNEMINGEN NAAR WERKGELEGENHEID ⁽¹⁾
(boekjaar 2014, aantal jaarrekeningen)

	Grote ondernemingen	Kmo's	Totaal
Werkgelegenheid = 0	5 753	205 095	210 848
0 < Werkgelegenheid < 10	4 914	108 218	113 132
10 ≤ Werkgelegenheid < 50	6 566	13 724	20 290
50 ≤ Werkgelegenheid < 250	3 352	320	3 672
250 ≤ Werkgelegenheid < 500	459		459
Werkgelegenheid ≥ 500	368		368
Totaal	21 412	327 357	348 769

Bron: NBB.

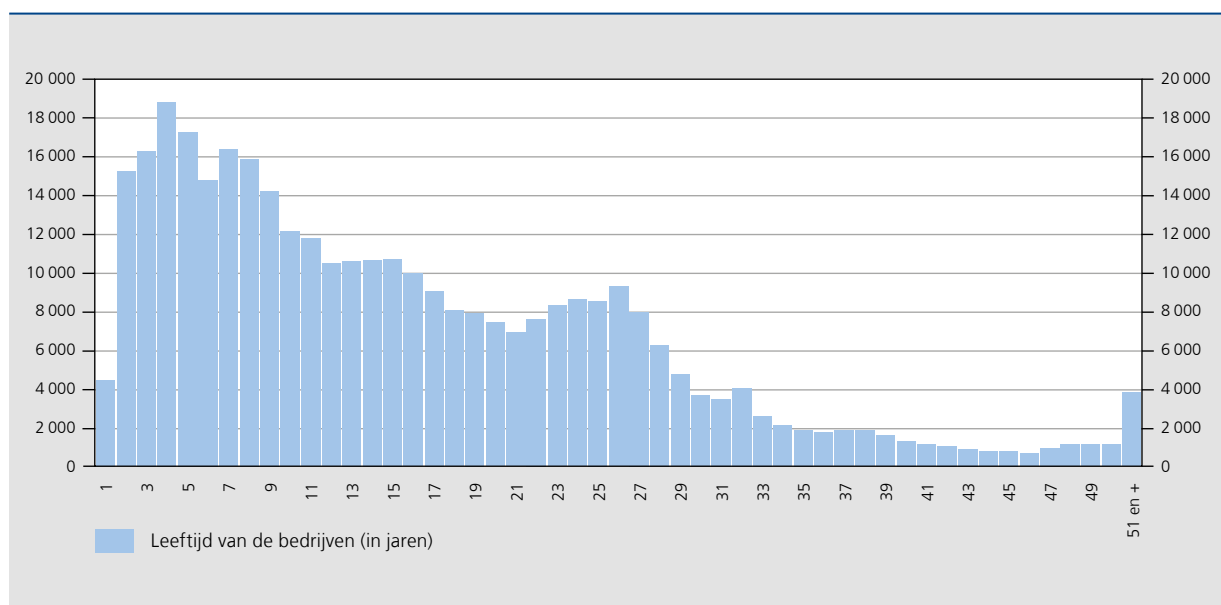
(1) Gemiddeld aantal in het personeelsregister ingeschreven werknemers, in voltijdse equivalenten.

belangrijke macro-economische impact: zij alleen nemen meer dan 40 % van de toegevoegde waarde en de werkgelegenheid van de niet-financiële vennootschappen voor hun rekening. Ten slotte kan worden geconstateerd dat 23 bedrijven meer dan 5 000 banen aangeven, of nog dat 57 bedrijven meer dan 2 000 banen vermelden.

Er zij beklemtoond dat de in de jaarrekeningen vermelde werkgelegenheid niet altijd representatief is voor de effectieve omvang van een bedrijf. Ze heeft immers enkel

betrekking op de personen die aan de onderneming verbonden zijn via een arbeidsovereenkomst of een sta-gecontract: uitzendkrachten, ter beschikking gestelde personen, personen die als zelfstandige voor de onderneming werken en werknemers in buitenlandse vestigingen zijn niet als personeelsleden opgenomen. De relevantie van het criterium kan trouwens worden verstoord door een hele reeks economische verschijnselen, waaronder uitbesteding, intensieve automatisering of een veelvoud aan bedrijven binnen eenzelfde groep.

GRAFIEK 1 VERDELING VAN DE BEDRIJVEN NAAR LEEFTIJD
(aantal jaarrekeningen, boekjaar 2014)



Bron: NBB.

TABEL 3 OVERZICHT VAN DE OUDSTE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN DIE BIJ DE BALANSCENTRALE EEN JAARREKENING NEERLEGGEN

Huidige naam	Oprichtingsdatum	Plaats van de hoofdzetel	Activiteit
Immobel	9 juli 1863	Brussel	Projectontwikkeling
Solvay	26 december 1863	Brussel	Chemie
SCR – Sibelco	4 april 1872	Antwerpen	Winning van delfstoffen
Compagnie internationale des wagons-lits et du tourisme	4 december 1876	Brussel	Horeca
Compagnie d'entreprises CFE	27 juni 1880	Oudergem	Algemene bouw
Vooruit Nr 1	21 september 1886	Gent	Farmaceutische producten, verkoop
Molenbergnatie	24 februari 1888	Antwerpen	Logistiek
Carrières du Hainaut	28 mei 1888	Zinnik	Winning van delfstoffen
Saint-Gobain Innovative Materials	16 september 1889	Waver	Glasindustrie
Group Sopex	23 april 1894	Antwerpen	Groothandel

Bron: Kruispuntbank van Ondernemingen.

Ten slotte kan de bestudeerde populatie ook worden getypeerd op basis van de leeftijd van de ondernemingen. Voor een bepaalde jaarrekening wordt de leeftijd van een vennootschap gedefinieerd als het verschil tussen de afsluitingsdatum van het boekjaar en de in de Kruispuntbank van Ondernemingen opgenomen datum waarop de vennootschap werd opgericht. Dat in jaren uitgedrukt verschil wordt afgerond tot de hogere eenheid. Volgens die definitie blijkt onder meer 42 % van de bestudeerde vennootschappen minder dan tien jaar oud te zijn en 69 % minder dan 20 jaar oud. De volledige verdeling van de populatie is te zien in grafiek 1. Daarbij valt ook op te merken dat de grote ondernemingen structureel ouder zijn, met een gemiddelde leeftijd van 24 jaar en een mediaanleeftijd van 22 jaar, tegen respectievelijk 15 en 13 jaar voor de kmo's. Bovendien is de verdeling naar leeftijd, net als die naar omvang, sterk gespreid: er zijn immers 3 800 bedrijven die al meer dan 50 jaar geleden werden opgericht, en zelfs 154 bedrijven die al meer dan 100 jaar bestaan.

In dat verband worden in tabel 3 ter informatie de tien bedrijven met de oudste oprichtingsdatum weergegeven. Het oudste bestudeerde bedrijf is Immobel (in 1863 opgericht onder de naam 'Compagnie immobilière de Belgique'), vóór Solvay (1863) en SCR-Sibelco (1872). Het spreekt voor zich dat de meeste bedrijven op de lijst ingrijpend zijn veranderd sinds hun oprichting, zowel wat de activiteit als de structuur en het aandeelhouderschap betreft. Voor sommige bedrijven resulteerde dit

overigens in een naamswijziging. Zo werd de Compagnie d'entreprises CFE opgericht als 'Compagnie Générale de Chemins de Fer Secondaires', of werd Saint-Gobain Innovative Materials gedurende meer dan honderd jaar 'Glaceries Saint-Roch' genoemd.

2. Verloop van de componenten van de exploitatierekening

2.1 Conjunctuurklimaat in 2015

Net als in de rest van het eurogebied zette de economische expansie in België – die sedert het tweede kwartaal van 2013 werd opgetekend – zich gematigd voort; ze vertraagde echter enigszins aan het einde van het jaar. Gemiddeld op jaarbasis steeg het Belgische bbp in 2015 met 1,5 %, een groeitempo dat vergelijkbaar is met de groei in 2014 (+1,7 %) en dat heel wat hoger ligt dan de zwakke cijfers van 2013 (-0,1 %) en 2012 (+0,2 %).

Al met al profiteerde de Belgische economie van dezelfde relatief gunstige economische context als haar partners van het eurogebied. Ten eerste waren de financieringsvoorwaarden, als gevolg van het accommoderend monetair beleid, opnieuw bevorderlijk voor de investeringen van ondernemingen en particulieren. Vervolgens zorgde de depreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar, in het bijzonder

tussen medio 2014 en begin 2015, voor een sterkere positie van ondernemingen tegenover hun buiten het eurogebied gevestigde concurrenten. Ook de verdere daling van de grondstoffenprijzen, met name van aardolie, verlichtte de kosten van de producenten en verhoogde de koopkracht van de particulieren.

Onder de voornaamste bestedingscategorieën was de particuliere consumptie in 2015 de belangrijkste groeimotor: ze nam met 1,1% toe, dat was de grootste stijging sinds 2010. De consumptie van de huishoudens trok onder meer aan door de koopkrachtverbetering ten gevolge van de scherpe daling van de olieprijs en door een vertrouwensherstel dat te danken is aan, met name, een gunstiger beoordeling van de arbeidsmarkt.

De relatief betere conjunctuur van de afgelopen jaren heeft positieve gevolgen gehad voor de kwetsbaarheid van de ondernemingen, zoals die blijkt uit de faillissementen die de rechtbanken van koophandel bij de Kruispuntbank van Ondernemingen aangeven (zie grafiek 2 en tabel 4): na een ongekende toename vanaf 2007 en bij de aanvang van de financiële crisis, liep het aantal in gebreke blijvende ondernemingen immers zowel in 2014 als in 2015 terug, met respectievelijk 8,6% en 9,1%. Over heel 2015 waren er in

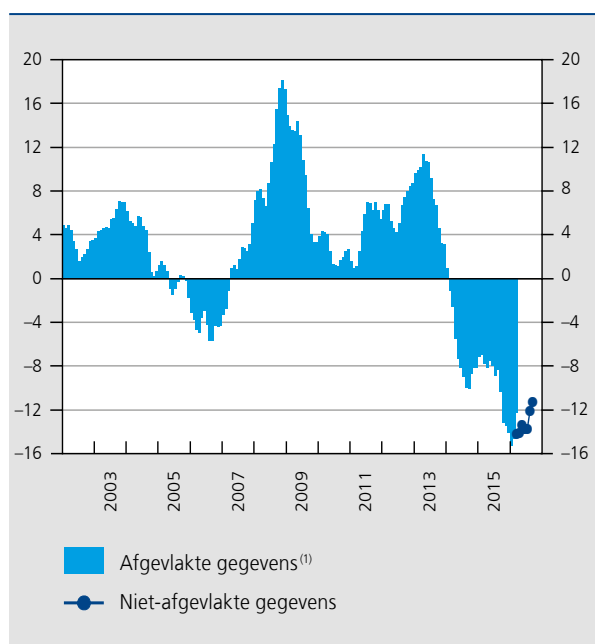
België 9 762 faillissementen, tegen 10 736 in 2014 en 11 740 in 2013. Daarbij zij beklemtoond dat die afname zich algemeen voordeed: alle bedrijfstakken, rechtsvormen en gewesten zonder uitzondering vertoonden in 2014 en 2015 dalingen die vrij nauw bij elkaar aansloten. De neerwaartse tendens hield in de eerste helft van 2016 aan, gelet op een inkrimping met 14% ten opzichte van de eerste helft van 2015.

Die reeds twee jaar durende daling van het aantal faillissementen steekt af tegen de soms zeer uitgesproken stijgingen tijdens de voorgaande jaren. Ze mag evenwel niet verhullen dat de statistieken over faillissementen hoog blijven en nog steeds boven die van vóór de financiële crisis uitkomen: in de eerste helft van 2016 beliep het aantal faillissementen immers 4 798 eenheden, tegen 4 020 in de eerste helft van 2007. Bovendien heeft de verdwijning van heel wat risicobedrijven in de jaren na de recessie wellicht bijgedragen tot een automatische daling van de statistiek tijdens de afgelopen periode.

De problematiek van de ondernemingen in moeilijkheden kan ook worden benaderd via de opschortingen van betalingen die de handelsrechtbanken krachtens de wet betreffende de continuïteit van de ondernemingen (WCO) toekennen. Ter herinnering: bij die wet, die van kracht werd op 1 april 2009, werd het gerechtelijk akkoord vervangen door nieuwe procedures die meer de nadruk leggen op preventie. Zodra ze van toepassing was, werd de wet door tal van ondernemingen aangewend: terwijl in 2008 slechts 78 ondernemingen een opschorting in het kader van een gerechtelijk akkoord hadden gekregen, werden aldus 1 886 aanvragen tot opschorting van betaling volgens de bepalingen van de nieuwe wet ingediend tussen april 2009 en december 2010 (zie laatste rij van tabel 4). Het statistisch succes van de WCO hield aan tot in augustus 2013. Toen werden de toegangs- en toepassingsvoorwaarden verstrengd, onder meer om misbruiken in te perken.⁽¹⁾ Bovendien werd vanaf 1 januari 2015 een rolrecht van € 1 000 ingevoerd, dat de ondernemingen dienen te betalen zodra de procedure wordt ingezet. Als gevolg van die beperkingen daalde het aantal toegekende opschortingen met 43%. Volgens Graydon is de oorspronkelijke financiële situatie van de aanvragers niet verbeterd, evenmin als de overlevingsgraad van deze ondernemingen na afloop van de procedure.

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN HET AANTAL BEDRIJFSAILLISSEMENTEN IN BELGIË

(veranderingspercentage van het aantal faillissementen t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar)



Bronnen: FOD Economie, KMO, Middenstand en Energie, eigen berekeningen.

(1) Gegevens afgevlakt aan de hand van een gecentreerd voortschrijdend gemiddelde over twaalf maanden.

(1) Voor de wijzigingen die werden aangebracht in de wet betreffende de continuïteit, zie bijvoorbeeld Graydon (2016), 'Zeven jaar wco: een statistische stand van zaken', www.graydon.be, en Zenner A. (2013), 'Difficultés d'application de la loi sur la continuité des entreprises et projet de loi d'ajustement', www.oecceb.be.

TABEL 4 UITSPLOTSING VAN HET AANTAL FAILLISEMENTEN NAAR BEDRIJFSTAK, RECHTSVORM EN GEWEST

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Naar bedrijfstak									
Verwerkende nijverheid	410	449	544	541	563	611	619	585	482
Bouwnijverheid	1 102	1 249	1 442	1 560	1 693	1 802	2 065	1 977	1 777
Handel	2 239	2 456	2 603	2 649	2 691	2 744	2 993	2 766	2 499
Horeca	1 453	1 592	1 798	1 788	1 987	2 062	2 261	2 011	1 843
Vervoer en communicatie	663	760	851	858	907	942	948	859	751
Diensten aan ondernemingen, vastgoed	954	1 034	1 147	1 396	1 573	1 507	1 786	1 658	1 648
Overige	859	936	1 035	778	810	919	1 068	880	762
Naar rechtsvorm									
Zelfstandigen	1 677	1 677	1 915	1 833	1 771	1 918	2 003	1 990	1 767
Naamloze vennootschappen	1 129	1 154	1 194	1 388	1 368	1 589	1 733	1 605	1 475
BVBA's	4 468	5 228	5 850	5 915	6 481	6 636	7 525	6 723	6 151
Coöperatieve vennootschappen	370	379	422	327	385	358	392	355	324
Overige	36	38	39	107	219	86	87	63	45
Naar gewest									
Brussel	1 485	1 813	1 788	1 915	2 348	2 263	2 652	2 203	2 142
Vlaanderen	3 994	4 273	4 983	4 918	4 908	5 356	5 742	5 285	4 769
Wallonië	2 201	2 390	2 649	2 737	2 968	2 968	3 346	3 248	2 851
Totaal	7 680	8 476	9 420	9 570	10 224	10 587	11 740	10 736	9 762
<i>p.m. Opschorting van betaling toegekend in het kader van de WCO</i>	–	–	633	1 253	1 389	1 538	1 460	1 117	877

Bronnen: FOD Economie, KMO, Middenstand en Energie, eigen berekeningen, Graydon.

2.2 Algemeen verloop van de exploitatierekening

Over heel 2015 steeg de totale toegevoegde waarde die door de niet-financiële vennootschappen wordt gecreëerd – dat is het verschil tussen de verkoopopbrengsten en de kosten van de door derden geleverde goederen en diensten – met 3,9% tegen lopende prijzen (zie tabel 5), dat is aanzienlijk meer dan tijdens de drie voorgaande jaren. Volgens de rekeningen van de grote ondernemingen, waarin de toegevoegde waarde kan worden uitgesplitst, is die groei, voor het derde opeenvolgende jaar, vooral toe te schrijven aan de daling van het bedrag van de aankopen, terwijl dat van de verkopen opnieuw terugliep.

De toegevoegde waarde die een onderneming creëert, stelt haar in staat de bedrijfskosten te dekken en, ten belope van het overschot, een nettobedrijfsresultaat te boeken. De personeelskosten maken gewoonlijk het grootste deel van de bedrijfskosten

uit. In 2015 was hun groeitempo opnieuw gematigd (+1,9%), en voor het eerst sinds 2011 was het aanzienlijk lager dan de groei van de toegevoegde waarde. De toename van de personeelskosten weerspiegelde vooral de stijging met 1,5% van het aantal werknemers in 2015 (tot 1,9 miljoen banen in voltijds equivalenten): de uurloonkosten in de private sector lieten in 2015 een nulgroei optekenen (zie tabel 6). Die stagnatie – ruimschoots lager dan het gemiddelde van de voorgaande tien jaar (+2,5%) – weerspiegelt grotendeels de blokkering van de reële conventionele aanpassingen, de lage inflatie en de door de regering vanaf 1 april 2015 ingevoerde indexsprong.

Na de personeelskosten maken de afschrijvingen en de waardeverminderingen op materiële vaste activa, immateriële vaste activa en oprichtingskosten (rubriek 630 van de jaarrekening) de belangrijkste bedrijfskosten uit. In 2015 bleef de groei van deze kosten op een relatief laag peil van 2,4%, wat eveneens veel lager is dan het gemiddelde van de voorgaande tien jaar (+4,1%). Daaruit blijkt

TABEL 5 VERLOOP VAN DE BELANGRIJKSTE COMPONENTEN VAN DE EXPLOITATIEREKENING
(lopende prijzen)

	Veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar					In € miljoen	In % van de toegevoegde waarde
	2011	2012	2013	2014	2015 r	2015 r	2015 r
Toegevoegde waarde	3,6	1,4	1,5	1,4	3,9	188 597	100,0
Personeelskosten	(-) 5,3	3,0	1,7	1,5	1,9	107 066	56,8
Afschrijvingen en waardeverminderingen ⁽¹⁾ ... (-)	4,1	3,4	2,6	3,1	2,4	35 731	18,9
Overige bedrijfskosten	(-) 4,7	2,6	-0,4	-3,8	1,4	10 723	5,7
<i>Totaal van de bedrijfskosten</i>	<i>5,0</i>	<i>3,1</i>	<i>1,7</i>	<i>1,5</i>	<i>2,0</i>	<i>153 520</i>	<i>81,4</i>
Nettobedrijfsresultaat	-1,7	-5,8	0,7	1,0	13,2	35 077	18,6

Bron: NBB.

(1) Op materiële vaste activa, immateriële vaste activa en oprichtingskosten (rubriek 630).

dat het investeringsbeleid de afgelopen jaren duidelijk behoedzamer is geworden.

In de jaarrekening blijkt die ontwikkeling uit, onder meer, de investeringsgraad voor de materiële vaste activa. In deze ratio worden de tijdens het boekjaar uitgevoerde aankopen van materiële vaste activa gedeeld door de in het voorgaande boekjaar uitstaande materiële vaste activa. De ratio is na de recessie van 2008-2009 zeer sterk gedaald, ongeacht de gehanteerde maatstaf, en sindsdien handhaaft ze zich op niveaus die ruimschoots lager liggen dan die van vóór de financiële crisis (grafiek 3). Deze neerwaartse tendens deed zich voor in vrijwel alle bedrijfstakken van de Belgische economie. Voor de laatste twee beschouwde jaren kan worden vastgesteld dat hoewel de geglobaliseerde ratio's bleven afnemen, de mediaanratio's zich licht herstelden, wat erop wijst dat de meeste ondernemingen opnieuw investeringsinspanningen leveren; die hervatting kan toe te schrijven zijn aan verscheidene factoren, waaronder de lage rentestand, de omvang van de kasreserves of de hoge bezettingsgraad van het

productievermogen in de verwerkende nijverheid. In dat verband zij beklemtoond dat de geglobaliseerde ratio al twee jaar licht toeneemt in de industrie, en dat de verdere daling dus uitsluitend toe te schrijven is aan de niet-verwerkende bedrijfstakken. Het sectorale verloop van de geglobaliseerde ratio is weergegeven in bijlage 2.

De totale bedrijfskosten – die grotendeels worden bepaald door de personeelskosten en de afschrijvingen – namen in 2015 met 2,0% toe. Samen met de meer uitgesproken toename van de toegevoegde waarde leidde die matige kostenstijging tot een duidelijke opleving van het bedrijfsresultaat (+13%, tot € 35 miljard), nadat dit gedurende vier jaar zeer stabiel was gebleven. Tegen lopende prijzen bereikte het bedrijfsresultaat van de ondernemingen aldus vrijwel opnieuw de piek die vóór het uitbreken van de financiële crisis was opgetekend (€ 35 miljard in 2007).

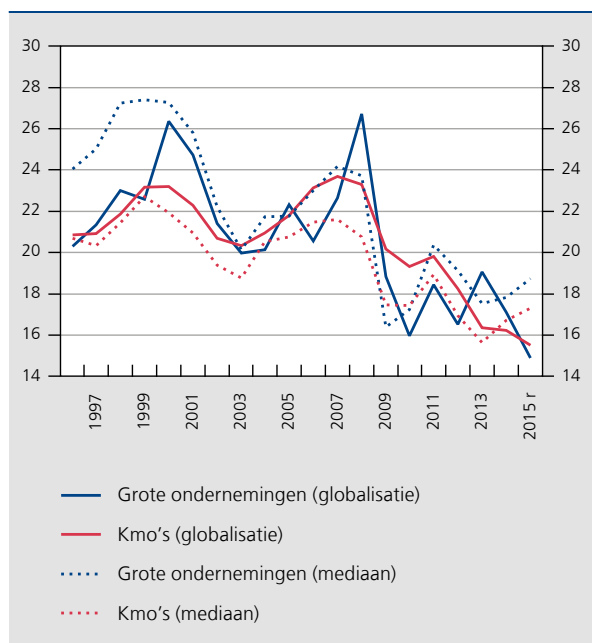
Uit de analyse op grond van de ondernemingsgrootte blijkt dat het vooral de grote ondernemingen waren

TABEL 6 LOONKOSTEN IN DE PRIVATE SECTOR
(voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens; veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Uurloonkosten	3,6	3,9	2,7	1,2	2,1	3,1	2,5	1,1	0,0

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

GRAFIEK 3 INVESTERINGSGRAAD VOOR DE MATERIËLE VASTE ACTIVA
(in %)



Bron: NBB.

die bijdroegen tot de stijging van de exploitatierekening in 2015: tijdens het boekjaar vertoonden zij immers een groei van de toegevoegde waarde met 4,4% en een toename van het bedrijfsresultaat met 17,8%, tegen respectievelijk 2,5% en 4,4% voor de kmo's. Dat gunstiger verloop voor de grote ondernemingen houdt onder meer verband met het feit dat ze meer gericht zijn op bepaalde activiteiten waarvoor veel grondstoffen en olieproducten worden gebruikt, zoals basischemie, petrochemie en vervaardiging van metalen, bedrijfstakken die opnieuw profijt trokken van de daling van de grondstoffenprijzen (zie hieronder).

2.3 Ontwikkelingen naar bedrijfstak

In tabel 7 worden de ontwikkelingen van de exploitatierekening naar bedrijfstak tijdens de laatste twee boekjaren beschreven. In tegenstelling tot de langetermijntendens, stegen de resultaten van de verwerkende nijverheid sneller, in het bijzonder wat het bedrijfsresultaat betreft. Over 2014 en 2015 samen, gaven die bedrijfstakken immers een vermeerdering van de toegevoegde waarde met 6,1% en een toename van het nettobedrijfsresultaat met 44,7% te zien, tegen respectievelijk 5,0% en 4,5% in de niet-verwerkende bedrijfstakken.

2.3.1 Verwerkende nijverheid

Uit bijlage 3, waarin de exploitatierekening voor een aantal specifieke bedrijfstakken is opgenomen, blijkt dat het herstel van de industriële ondernemingen plaats vond ondanks de afname van de aan de verkopen gerelateerde bedragen (-2,8% over 2014 en 2015 samen); de bedragen gerelateerd aan de aankopen liepen immers sterker terug (-7,9%). Die afname van de aanvoer in de industrie werd grotendeels teweeggebracht door de algemene daling van de grondstoffenprijzen (cf. grafiek 4), tegen de achtergrond van een nieuwe verzwakking van de activiteit van de opkomende landen, meer bepaald in China. De in euro luidende prijs van ruwe Brent-olie, die in 2014 al met 10% gedaald was, zakke in 2015 bijvoorbeeld nogmaals met 36%. De afname van de kosten werd deels doorberekend in de verkoopprijzen van de ondernemingen uit de verwerkende nijverheid: hoewel enerzijds de aan de verkopen gerelateerde bedragen afnamen, steeg anderzijds de totale index voor de verwerkende nijverheid, zoals berekend door de FOD Economie, over 2014 en 2015 samen, van 106,2 in december 2013 tot 107,6 in december 2014 en daarna tot 108,3 in december 2015. Logischerwijs zijn de verwerkende bedrijfstakken die sinds twee jaar de meest significante stijgingen van de resultaten te zien geven, ook de meest grondstoffenintensieve, zoals de chemische nijverheid, de ijzer- en staalnijverheid, de petrochemie en de raffinage.

De voedingsnijverheid liet daarentegen in 2015 minder gunstige resultaten optekenen, voornamelijk als gevolg van de moeilijkheden waarmee de suikerproducenten af te rekenen hadden. Zij werden getroffen door de mondiale scherpe daling van de suikernoteringen en door de verwachtingen gerelateerd aan het voor 2017 geplande einde van de Europese quota. Ten slotte werd het verloop in de farmaceutische nijverheid opnieuw verstoord door eenmalige transacties in een aantal ondernemingen, zoals de intragroepverfacturering van kosten voor onderzoek of wijzigingen van een aflossingsplan voor licenties. Er mag echter niet uit het oog worden verloren dat zowel de farmaceutische nijverheid als de voedingsnijverheid – hoewel het recente verloop in die bedrijfstakken een gemengd beeld te zien gaf – het sinds de recessie van 2008-2009 veel beter gedaan heeft dan de meeste industriële bedrijfstakken: al met al profiteerde de farmaceutische nijverheid van haar innoverend karakter, onder meer weerspiegeld door een toegevoegde waarde en investeringen in R&D die zeer ver uitkwamen boven die in de andere industriële bedrijfstakken. De voedingsnijverheid bleef dan weer grotendeels gespaard van de internationale schommelingen, zulks dankzij haar sterke gerichtheid op de binnenlandse markt.

TABEL 7 VERLOOP VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE EN HET BEDRIJFSRESULTAAT, NAAR BEDRIJFSSTAK

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

	Toegevoegde waarde		Nettobedrijfsresultaat		p.m. Aandeel in % van de bedrijfstakken in de totale toegevoegde waarde in 2015 r
	2014	2015 r	2014	2015 r	
Verwerkende nijverheid	2,5	3,5	17,0	23,7	26,7
waarvan:					
Landbouw en voedingsnijverheid	5,3	-0,3	5,9	-9,1	4,2
Textiel, kleding en schoeisel	8,4	6,4	54,9	13,3	0,9
Hout, papier en drukkerijen	0,3	0,4	31,9	4,0	1,6
Chemische nijverheid	8,5	8,8	41,9	55,9	4,3
Farmaceutische nijverheid	1,9	-0,6	-27,5	43,7	3,1
Ijzer- en staalnijverheid	1,2	3,6	133,9	26,3	3,6
Metaalverwerkende nijverheid	0,6	1,0	6,4	7,3	4,9
Niet-verwerkende bedrijfstakken	1,0	4,0	-4,2	9,1	73,3
waarvan:					
Handel in motorvoertuigen	7,0	6,9	26,1	26,2	2,6
Groothandel ⁽¹⁾	0,4	5,8	17,8	21,5	12,6
Kleinhandel ⁽¹⁾	1,1	1,5	-3,6	-6,9	6,4
Accomodatie en maaltijden	5,5	5,1	36,1	11,4	2,1
Informatie en communicatie	0,7	2,8	1,3	7,5	6,7
Exploitatie van en handel in onroerend goed	5,2	4,6	4,0	1,8	3,2
Diensten aan ondernemingen	6,1	2,9	-9,4	0,0	15,6
Energie, water en afval	-5,5	5,7	8,7	-7,2	4,7
Bouwnijverheid	-0,5	2,4	-3,1	7,8	7,6
Totaal	1,4	3,9	1,0	13,2	100,0

Bron: NBB.

(1) Ongerekend handel in auto's.

2.3.2 Niet-verwerkende bedrijfstakken

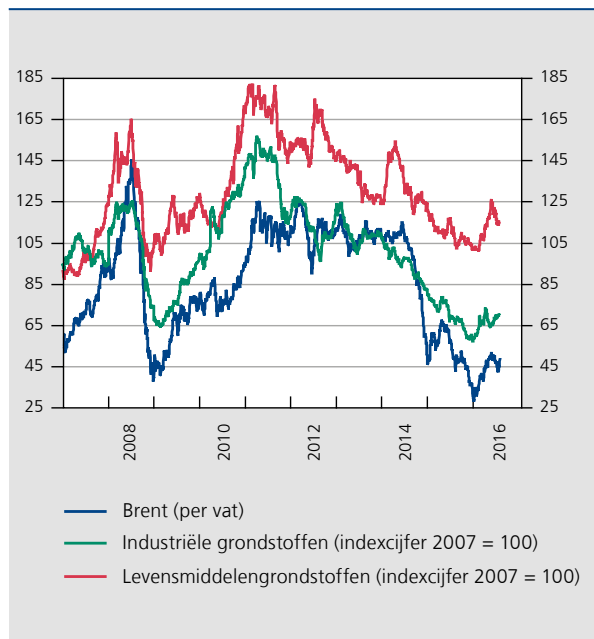
Hoewel het effect van de daling van de grondstoffenprijzen ook in de voornaamste niet-verwerkende bedrijfstakken werd gevoeld, was de impact er veel beperkter, vanwege het veel minder belangrijke aandeel van de grondstoffen in hun aankopen, die vooral bestaan uit verbruiksgoederen, verbruikte hulpstoffen en handelsgoederen.⁽¹⁾ De dynamiek in de niet-verwerkende branches was tevens meer gevarieerd en afhankelijk van takgebonden eigenheden.

Zo bleken de inzake exploitatierekening opgetekende trends in de groothandel vrij nauw aan te sluiten bij die in de industrie, namelijk een afname van de verkochte

bedragen samen met een veel grotere vermindering van de aangekochte bedragen. Die vergelijkbare ontwikkelingen zijn toe te schrijven aan de nauwe banden tussen die twee bedrijfstakken en aan het feit dat sommige groothandelaars deels industriële of verwante activiteiten uitoefenen, in het bijzonder op petrochemisch of farmaceutisch gebied.

(1) In boekhoudkundige zin worden onder grondstoffen verstaan alle voorwerpen en substanties die de onderneming heeft gekocht om ze te verwerken in fabricaten of halffabricaten. Verbruiksgoederen en verbruikte hulpstoffen zijn alle voorwerpen, stoffen of hulpstoffen die de onderneming koopt om ze, onmiddellijk of zo snel mogelijk, te verbruiken bij de productie of de bedrijfsuitoefening, zonder dat ze daarbij worden opgenomen in de samenstelling van de vervaardigde of verwerkte goederen. Handelsgoederen zijn de materiële goederen die door de onderneming zijn ingekocht om zonder bewerking of na een lichte bewerking te worden verkocht. Zie ter zake het advies 132/7 van de Commissie voor Boekhoudkundige Normen ('Boeking en waardering van voorraden').

GRAFIEK 4 GRONDSTOFFENPRIJZEN
(daggegevens, in Amerikaanse dollar)



Bron: HWWI.

De handel in auto's en toebehoren profiteerde eveneens van de daling van de grondstoffenprijzen (met name in de bandensector), maar ook van een gunstiger context, bijvoorbeeld door een grotere geneigdheid van de huishoudens om duurzame goederen te kopen. Het aantal inschrijvingen van nieuwe wagens steeg derhalve in België in 2015 tot 632 358, tegen 600 102 in 2014 en 592 055 in 2013.⁽¹⁾

Hoewel de verkopen in de detailhandel samen met de versterking van de particuliere consumptie bleven toenemen, is de toegevoegde waarde maar zeer licht gestegen: de marges bleven onder druk staan, in een nog steeds sterke concurrentiële omgeving. De laatste twee jaar vond bovendien een omvangrijke herstructurering plaats bij een van de voornaamste distributeurs, wat resulteerde in hogere voorzieningen en dus in een lager bedrijfsresultaat.

2.3.3 Bouwnijverheid

De totale resultaten van de bouwnijverheid, ten slotte, werden in hoge mate beïnvloed door de weg- en waterbouw, meer in het bijzonder door de baggerwerkzaamheden en de waterbouwprojecten, die vooral worden uitgevoerd door (zeer) grote ondernemingen.

(1) Bron: Febiac.

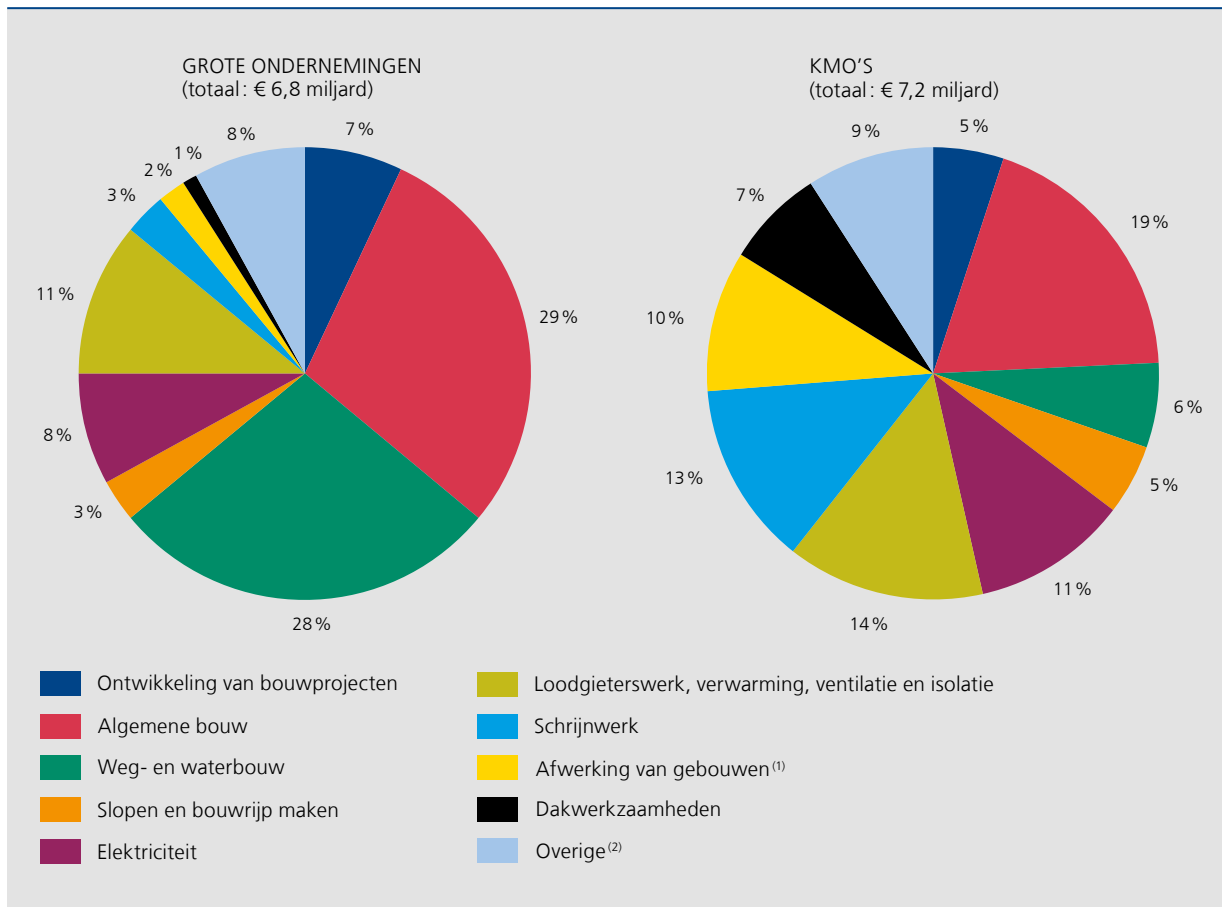
Grafiek 5 biedt de uitsplitsing van de toegevoegde waarde van de bouwnijverheid tussen de voornaamste deelsectoren, volgens ondernemingsgrootte om zo de structurele verschillen tussen de grote ondernemingen en de kmo's uit de bouwnijverheid te kunnen vaststellen. 28% van de toegevoegde waarde van de grote ondernemingen is afkomstig van de weg- en waterbouw (waarvan ruim de helft op het gebied van de baggerwerkzaamheden en de waterbouwprojecten), tegen slechts 6% voor de kmo's. De grote ondernemingen zijn eveneens belangrijker in de algemene bouw, met een aandeel van 29%, tegen 19% voor de kmo's. Omgekeerd zijn de kmo's veel actiever in de installatiewerkzaamheden (zoals elektriciteit, loodgieterswerk, verwarming, ventilatie en isolatie) en de afwerking van gebouwen (zoals schrijnwerk, vloerafwerking en behangen, schilderen en glaszetten), met een aandeel van 49% van de toegevoegde waarde, tegen 24% voor de grote ondernemingen.

Die verschillen tussen de twee categorieën van ondernemingen hebben een aanzienlijke impact op het verloop van hun resultatenrekening, want de marktvoorwaarden verschillen sterk van de ene deelsector tot de andere: de ondernemingen uit de weg- en waterbouw zijn deels afhankelijk van de internationale omgeving en van het binnenhalen van specifieke overheidsopdrachten; bovendien besteden ze, zoals in de algemene bouw, een groot gedeelte van hun contracten uit. De kmo's die zich inlaten met installatiewerkzaamheden en met de afwerking van gebouwen zijn veel meer afhankelijk van de binnenlandse vraag en treden regelmatig op als onderaannemer.

De door de bouwnijverheid gegenereerde totale toegevoegde waarde is gestegen van € 13,3 miljard in 2011 tot € 14,3 miljard in 2015, dat is een groei met 7%. Uit tabel 8 blijkt dat die toename vooral toe te schrijven is aan de grote ondernemingen uit de weg- en waterbouw; de totale toegevoegde waarde ervan liep tijdens die periode op van € 1,6 miljard tot € 2,2 miljard; dat verschil was voornamelijk gerelateerd aan de reeds genoemde activiteiten inzake baggerwerken en waterbouwprojecten. De grote ondernemingen lieten ook een significante groei optekenen in andere deelsectoren, waaronder ontwikkeling van bouwprojecten, loodgieterswerk en verwante activiteiten, elektriciteit en algemene bouw. Omgekeerd is de totale toegevoegde waarde van de kmo's tijdens dezelfde periode licht afgenomen van € 7,4 miljard tot € 7,2 miljard. Die vermindering is grotendeels toe te schrijven aan de weg- en waterbouw en de algemene bouw, terwijl de andere deelsectoren stagneerden of licht groeiden.

GRAFIEK 5

UITSPLITSING VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE IN DE DEELSECTOREN VAN DE BOUWNIJVERHEID, NAAR ONDERNEMINGSGROOTTE (2014)



Bron: NBB.

(1) waarvan hoofdzakelijk stukadoorswerk, vloerafwerking en behangen, schilderen en glaszetten.

(2) waarvan waterdichtingswerkzaamheden, metsel- en voegwerkzaamheden, restaureren en chapewerken.

De in tabel 8 weergegeven ontwikkelingen moeten omzichtig worden geïnterpreteerd vanwege, met name, de overdrachten van toegevoegde waarde gerelateerd aan de onderaanbesteding en de detachering van buitenlandse werknemers. Wat dit laatste punt betreft, moet worden aangestipt dat uit de cijfers van de RSZ, opgesteld aan de hand van de Limosa-aangiften⁽¹⁾, blijkt dat het aantal in België gedetacheerde buitenlandse werknemers gestegen is van 90 000 in 2007 tot 216 000 in 2014, waarvan nagenoeg 60 % in bouwondernemingen werkt.⁽²⁾ Zowel de onderaanneming als de detachering van buitenlandse werknemers brengt een toename van het intermediair verbruik met zich voor de ondernemingen die er

een beroep op doen (via de post 'diensten en diverse goederen'), en dus een automatische daling van de toegevoegde waarde. Bovendien drukt de detachering van buitenlandse werknemers het activiteitsvolume van de binnenlandse ondernemingen, vooral wanneer voor die werknemers minder stringente arbeidsvoorwaarden en lagere lonen gelden.

2.4 Regionaal perspectief

In deze paragraaf worden de resultaten vanuit een regionaal perspectief onderzocht. Deze analyse berust op een uitsplitsing van de jaarrekeningen volgens het gewest waarin de ondernemingen gevestigd zijn, aan de hand van de gegevens van het Instituut voor de nationale rekeningen. De aandacht gaat vooral uit naar de sectorale bijdragen aan de groei van de toegevoegde waarde in elk gewest sedert de recessie van 2008-2009.

(1) Voorafgaande en verplichte aangifte bij het in dienst nemen van gedetacheerde werknemers in België.

(2) Met betrekking tot de detachering van buitenlandse werknemers in de bouwsector, zie bijvoorbeeld het Jaarverslag 2015 van de Bank, Kader 4 'De detacheringen van werknemers in de bouwsector'.

TABEL 8 VERLOOP VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE IN DE DEELSECTOREN VAN DE BOUWNIJVERHEID
(in € miljoen)

	2011	2012	2013	2014	2015 r	Vershil 2015-2011
Grote ondernemingen						
Ontwikkeling van bouwprojecten	376	465	571	470	488	+112
Algemene bouw	1 890	2 008	1 937	2 002	2 011	+120
Weg- en waterbouw	1 598	1 889	2 106	1 936	2 156	+558
Slopen en bouwrijp maken	177	178	187	177	178	+1
Elektriciteit	435	474	505	525	529	+94
Loodgieterswerk, verwarming, ventilatie en isolatie	598	651	694	737	742	+143
Schrijnwerk	179	198	196	197	202	+23
Afwerking van gebouwen ⁽¹⁾	153	125	131	149	149	-4
Dakwerkzaamheden	78	77	71	78	72	-6
Overige ⁽²⁾	427	487	499	525	609	+182
Totaal	5 911	6 552	6 897	6 796	7 136	+1 223
Kmo's						
Ontwikkeling van bouwprojecten	395	428	405	389	385	-10
Algemene bouw	1 397	1 355	1 294	1 326	1 308	-89
Weg- en waterbouw	524	483	451	430	421	-103
Slopen en bouwrijp maken	397	401	401	389	397	+1
Elektriciteit	852	896	817	796	820	-32
Loodgieterswerk, verwarming, ventilatie en isolatie	1 003	1 012	1 023	1 015	1 037	+34
Schrijnwerk	952	943	942	961	972	+21
Afwerking van gebouwen ⁽¹⁾	795	765	747	749	764	-31
Dakwerkzaamheden	477	474	461	487	478	+2
Overige ⁽²⁾	607	596	574	609	626	+19
Totaal	7 397	7 353	7 116	7 150	7 208	-189
Algemeen totaal	13 308	13 905	14 013	13 946	14 344	+1 036

Bron: NBB.

(1) Waarvan hoofdzakelijk stukadoorswerk, vloerafwerking en behangen, schilderen en glaszetten.

(2) Waarvan hoofdzakelijk waterdichtingswerkzaamheden, metsel- en voegwerkzaamheden, restaureren en chapewerken.

2.4.1 Regionale uitsplitsing

De uniregionale ondernemingen, dat wil zeggen de ondernemingen waarvan het hoofdkantoor en de bedrijfszetel(s) zich in hetzelfde gewest bevinden, worden onmiddellijk aan een gewest toegewezen. In 2014 waren er 346 915 uniregionale ondernemingen, of 99,5% van de onderzochte vennootschappen. Het gaat in hoofdzaak om (zeer) kleine entiteiten: 60% van deze ondernemingen verklaart geen werknemers in het personeelsregister te hebben ingeschreven en hun gemiddelde toegevoegde waarde belooft minder dan € 400 000.

In 2014 waren er 1 854 multiregionale ondernemingen, dat zijn ondernemingen die in meer dan één

gewest gevestigd zijn. Daarvan waren er 445 actief in de drie gewesten. Multiregionale vennootschappen zijn meestal grotere ondernemingen: hun gemiddelde toegevoegde waarde belooft meer dan € 26 miljoen. Voor deze ondernemingen worden de rubrieken van de jaarrekeningen uitgesplitst in verhouding tot het aantal arbeidsplaatsen in elk gewest, wat betekent dat wordt uitgegaan van proportionaliteit tussen werkgelegenheid en boekhoudkundige posten. Multiregionale vennootschappen zijn goed voor iets meer dan een kwart van de totale toegevoegde waarde en werkgelegenheid, zodat het grootste gedeelte van de regionale uitsplitsing niet door deze hypothese wordt beïnvloed. Ook het Instituut voor de Nationale Rekeningen hanteert overigens een

proportionele methode voor het opstellen van de regionale rekeningen.

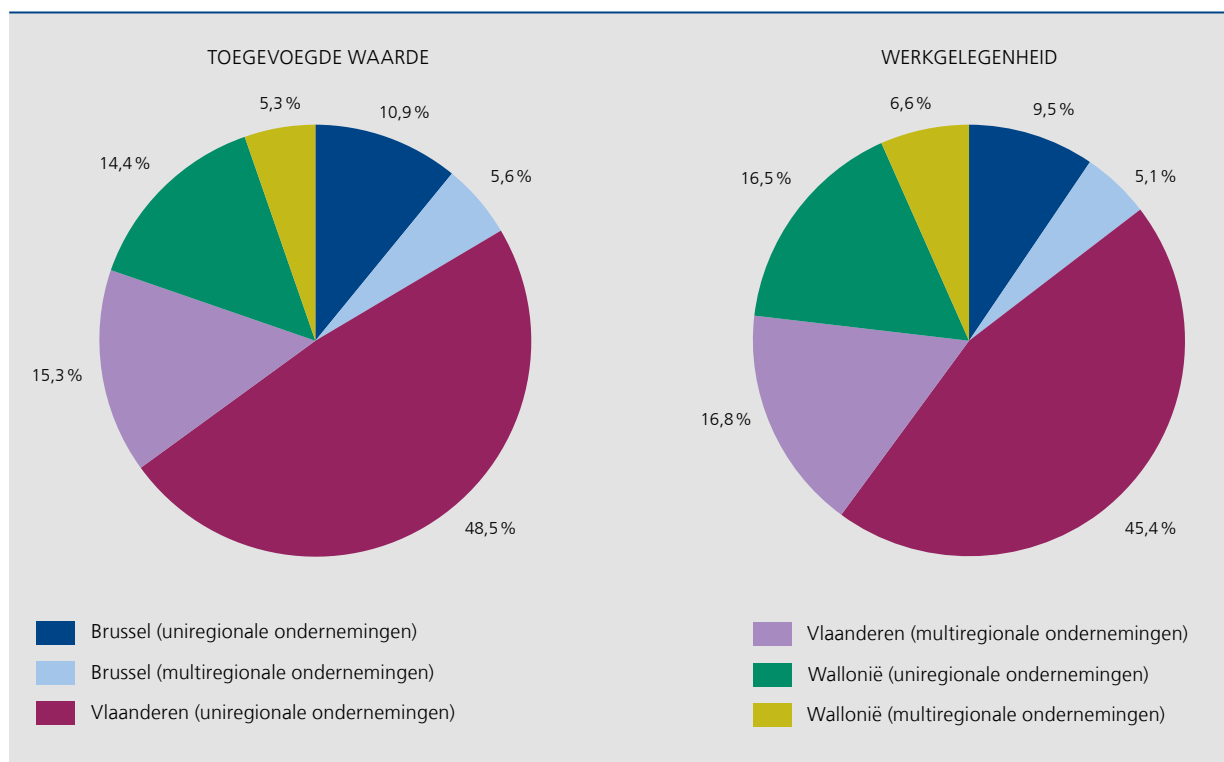
Grafiek 6 toont de aan de hand van deze methode verkregen regionale uitsplitsing van de toegevoegde waarde en de werkgelegenheid. In 2015 vertegenwoordigden de Brusselse vennootschappen 16,4 % van de totale toegevoegde waarde, waarvan 10,9 % werd gecreëerd door uniregionale ondernemingen en 5,6 % door multiregionale. Vlaanderen was goed voor 63,8 % van het totaal (48,5 % + 15,3 %) en Wallonië voor 19,7 % (14,4 % + 5,3 %). Ondanks hun relatief beperkte omvang vertegenwoordigen de uniregionale ondernemingen, vanwege hun aantal, dus bijna twee derde of meer van de toegevoegde waarde in elk gewest. Hoewel de resultaten van de regionale uitsplitsing van de werkgelegenheid vergelijkbaar zijn met die van de toegevoegde waarde, zijn er ook enkele verschillen: zo neemt het aandeel van Wallonië toe, voornamelijk ten koste van Brussel, onder meer omdat arbeidsintensieve bedrijfstakken zoals de detailhandel en de bouwrijverheid in het zuiden van het land een grotere inbreng hebben in de economie. Tot slot zij opgemerkt dat het aandeel

van elk gewest de afgelopen tien jaar zeer stabiel is gebleven.

De sectorale uitsplitsing van de toegevoegde waarde brengt een aantal specifieke regionale kenmerken aan het licht (tabel 9). Ten eerste wordt Brussel als grootstedelijke regio getypeerd door een sterke specialisatie in de niet-verwerkende bedrijfstakken (meer dan 91 % van de gewestelijke toegevoegde waarde): het betreft in het bijzonder de diensten aan ondernemingen (zoals juridische en boekhoudkundige dienstverlening, informaticadiensten, consultancy en onderzoek), telecommunicatie, vastgoed en horeca. Voorts is een deel van de aan het gewest toegerekende toegevoegde waarde toe te schrijven aan ondersteunende activiteiten, aangezien veel hoofdkantoren in de hoofdstad gevestigd zijn. Die activiteiten zijn weliswaar niet direct operationeel, maar dragen evenzeer bij tot de creatie van toegevoegde waarde van de ondernemingen.

De Vlaamse en Waalse sectorale structuren zijn over het algemeen nauwer verwant en worden gekenmerkt door een veel groter aandeel van de verwerkende nijverheid,

GRAFIEK 6 REGIONALE UITSPLOITING VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE EN DE WERKGELEGENHEID IN 2015 (in %)



Bron: NBB.

TABEL 9 REGIONALE STRUCTUUR VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE IN 2015

(in % van het totaal, tenzij anders vermeld)

	Brussel	Vlaanderen	Wallonië	België
Verwerkende nijverheid	8,9	30,1	30,6	26,7
waarvan:				
Landbouw- en voedingsnijverheid	1,6	4,9	4,3	4,2
Textiel, kleding en schoeisel	0,1	1,2	0,3	0,9
Hout, papier en drukkerijen	0,3	1,8	1,8	1,6
Chemische nijverheid	2,2	5,1	3,1	4,3
Farmaceutische nijverheid	0,7	2,7	6,3	3,1
Ijzer- en staalnijverheid	0,7	4,0	4,6	3,6
Metaalverwerkende nijverheid	2,6	5,3	5,7	4,9
Niet-verwerkende bedrijfstakken	91,1	69,9	69,4	73,3
waarvan:				
Handel in auto's	1,5	2,8	3,1	2,6
Groothandel	14,4	13,2	9,2	12,6
Kleinhandel	4,9	6,0	9,3	6,4
Vervoer en opslag	10,0	8,2	5,0	7,9
Accommodatie en maaltijden	3,6	1,7	2,0	2,1
Informatie en communicatie	14,2	5,3	5,0	6,7
Exploitatie van en handel in onroerend goed	5,7	2,8	2,5	3,2
Diensten aan ondernemingen	21,8	15,0	12,4	15,6
Energie, water en afval	5,9	3,9	6,2	4,7
Bouwnijverheid	4,2	8,2	8,3	7,6
Totaal	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>p.m. Totaal van de toegevoegde waarde in 2015 r</i>	<i>31 011</i>	<i>120 368</i>	<i>37 219</i>	<i>188 597</i>

Bron: NBB.

van ongeveer 30 %. Toch zijn er in meerdere opzichten aanzienlijke verschillen tussen de beide gewesten. Zo is Vlaanderen verhoudingsgewijs sterker gespecialiseerd in basischemie, (haven)logistiek, groothandel in (industriële) grondstoffen, de automobielnijverheid, leasingactiviteiten, alsook in baggerwerken en scheepsbouw. Wallonië is dan weer meer gericht op farmaceutische en luchtvaartactiviteiten, de glas- en cementindustrie, en ook de verstrekking van financiële gegevens.

2.4.2 Sectorale bijdragen sedert 2007

2.4.2.1 Verwerkende nijverheid

Brussel laat sedert 2007 veruit de sterkste stijging van de toegevoegde waarde in de verwerkende nijverheid

optekenen (+14,6 %). Die toename houdt vooral verband met de aanwezigheid van een hoofdkantoor van een grote chemische onderneming in de hoofdstad en, in tweede instantie, met de goede resultaten van een autoconstructeur (die deel uitmaakt van de metaalverwerkende nijverheid). Het effect op de Brusselse economie als geheel blijft evenwel beperkt aangezien die, zoals eerder vermeld, in geringe mate op industriële activiteiten is gericht.

In Vlaanderen en in Wallonië is de toegevoegde waarde van de verwerkende nijverheid veel minder sterk gestegen, met respectievelijk 5,0 % en 2,7 %. In het noorden van het land werd de grootste bijdrage geleverd door de voedingsnijverheid, waarin sedert 2007 een positieve ontwikkeling wordt opgetekend in een groot

TABEL 10 SECTORALE BIJDRAGEN TOT DE GROEI VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE IN DE VERWERKENDE NIJVERHEID TUSSEN 2007 EN 2015

(bijdragen in procentpunt tot de totale groei, tenzij anders vermeld)

	Brussel		Vlaanderen		Wallonië	
	Bijdrage (in %)	Rang (eenheden)	Bijdrage (in %)	Rang (eenheden)	Bijdrage (in %)	Rang (eenheden)
Landbouw- en voedingsnijverheid	+2,1	3	+4,1	1	+1,9	3
Textiel, kleding en schoeisel	-3,5	8	-0,4	4	-0,1	6
Hout, papier en drukkerijen	-2,7	7	-0,8	6	-1,4	7
Chemische nijverheid	+11,1	1	+2,8	3	+0,4	4
Farmaceutische nijverheid	+1,4	4	+3,3	2	+7,0	1
IJzer- en staalnijverheid	+0,8	6	-1,9	8	-7,8	8
Metaalverwerkende nijverheid	+4,5	2	-1,4	7	+2,9	2
Overige verwerkende bedrijfstakken	+0,9	5	-0,6	5	0,0	5
Totaal⁽¹⁾	+14,6		+5,0		+2,7	
<i>p.m. Aandeel van de verwerkende nijverheid in de toegevoegde waarde per gewest in 2015 r (in %)</i>		8,9		30,1		30,6

Bron: NBB.

(1) Veranderingspercentage tussen 2007 en 2015, tegen lopende prijzen.

aantal deeltakken, zoals de verwerking en conservering van groenten en fruit, industriële bakkerijen en banketbakkerijen, brouwerijen, de zuivelindustrie en de vervaardiging van suiker en suikerwerk. De activiteit in de Vlaamse verwerkende industrie werd eveneens geschraagd door de chemische (vooral de basisproducten) en de farmaceutische nijverheid. De andere verwerkende bedrijfstakken droegen daarentegen negatief bij tot de groei onder invloed van de sluiting van productie-eenheden of activiteitsinkrimpingen, onder meer in de ijzer- en staalindustrie en de automobielenijverheid (bedrijfstak metaalverwerkende nijverheid).

In overeenstemming met de tendens op lange termijn, is de farmaceutische nijverheid in Wallonië veruit de belangrijkste groeimotor gebleven in de verwerkende nijverheid, dankzij de verder toegenomen activiteit en ondanks de licht inkrimpende marges. Een andere belangrijke positieve bijdrage in Wallonië werd geleverd door enkele gespecialiseerde technologische industrieën, onder meer in luchtvaart- en ruimteactiviteiten of ook in de vervaardiging van machines voor medische toepassingen (bedrijfstak metaalverwerkende nijverheid). Aan de andere kant werd de metaalindustrie in het zuiden van het land zwaar getroffen door de recessie van 2008-2009, die onder meer geleid heeft tot

verscheidene grootschalige herstructureringen in de ijzer- en staalnijverheid.

2.4.2.2 Niet-verwerkende bedrijfstakken

Vooraf zij opgemerkt dat de groei van de dienstenbranches op lange termijn en in alle gewesten werd gestimuleerd door de tendens in de ondernemingen om de taken die ze als secundair beschouwen, uit te besteden. Hoewel de branche 'diensten aan ondernemingen' bijzonder sterk door dit verschijnsel werd getroffen, was dat ook het geval bij de overige diensten, zoals de logistieke en distributieactiviteiten (bedrijfstakken 'vervoer en opslag' en 'groothandel').

In Brussel berustte de groei van de niet-verwerkende activiteiten dan ook in zeer grote mate op de diensten aan ondernemingen, zoals juridische dienstverlening, consultancy, diensten van ingenieurs, onderzoek en ontwikkeling en schoonmaak. Met uitzondering van het vastgoed hebben de meeste andere niet-verwerkende bedrijfstakken zeer geringe of negatieve bijdragen geleverd aan de Brusselse groei.

Ook in Vlaanderen en Wallonië droegen de diensten aan ondernemingen het sterkst bij tot de groei in de

TABEL 11 SECTORALE BIJDRAGEN TOT DE GROEI VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE IN DE NIET-VERWERKENDE BEDRIJFSTAKKEN TUSSEN 2007 EN 2015⁽¹⁾

(bijdragen in procentpunt tot de totale groei, tenzij anders vermeld)

	Brussel		Vlaanderen		Wallonië	
	Bijdrage (in %)	Rang (eenheden)	Bijdrage (in %)	Rang (eenheden)	Bijdrage (in %)	Rang (eenheden)
Handel in auto's	-0,3	7	+1,0	10	+1,0	7
Groothandel	-0,4	8	+2,6	3	+0,3	10
Kleinhandel	+1,2	3	+2,4	4	+3,0	3
Vervoer en opslag	+0,1	6	+1,1	9	-1,0	11
Accommodatie en maaltijden	+0,6	5	+1,0	11	+1,2	6
Informatie en communicatie	-1,8	11	+2,3	5	+0,7	9
Exploitatie van en handel in onroerend goed ...	+2,0	2	+1,9	6	+1,3	5
Diensten aan ondernemingen	+10,2	1	+8,5	1	+6,8	1
Energie, water en afval	-1,1	10	+1,5	8	+0,9	8
Bouwnijverheid	+0,7	4	+3,3	2	+2,1	4
Overige niet-verwerkende bedrijfstakken ⁽¹⁾	-0,8	9	+1,9	7	+5,2	2
Totaal⁽²⁾	+10,4		+27,4		+21,5	
<i>p.m. Aandeel van de verwerkende bedrijfstakken in de toegevoegde waarde per gewest in 2015 r (in %)</i>		91,1		69,9		69,4

Bron: NBB.

(1) De belangrijkste component inzake toegevoegde waarde van de groep 'Overige niet-verwerkende bedrijfstakken' zijn de ondersteunende activiteiten voor verzekeringen en pensioenfondsen (40 % van het totaal). De rest van de groep omvat onder meer culturele en artistieke activiteiten, sport en recreatie, de organisatie van kansspelen en persoonlijke diensten zoals kappers en schoonheidsverzorging of begrafenisdiensten.

(2) Veranderingspercentage tussen 2007 en 2015, tegen lopende prijzen.

niet-verwerkende bedrijfstakken onder impuls van de voornaamste deeltakken van deze groep. Vergeleken met Brussel is die tendens in de beide gewesten evenwel meer gediversifieerd, met een positieve bijdrage van nagenoeg alle niet-verwerkende bedrijfstakken. Vlaanderen en Wallonië vertonen overigens een aantal specifieke kenmerken. Net als in het verleden onderscheidt Vlaanderen zich door een duidelijk grotere bijdrage van de groothandel, in het bijzonder van industriële producten en levensmiddelen, alsook van machines. De bedrijfstak vervoer leverde dan weer een niet eenduidige bijdrage tot de Vlaamse groei, voornamelijk als gevolg van minder goede resultaten in het maritiem vrachtvervoer (in een al jarenlang minder gunstige internationale omgeving), die gedeeltelijk werden gecompenseerd door goede resultaten op het vlak van opslag en bewaring (onder meer van vloeistoffen). Wallonië onderscheidt zich vooral door de relatief grote bijdrage van de 'overige niet-verwerkende bedrijfstakken', die hoofdzakelijk toe te schrijven is aan de groei van de ondernemingen die financiële hulpdiensten

verlenen, zoals internationale betalingssystemen en de verstrekking van financiële gegevens.

3. Verloop van de financiële situatie van de vennootschappen

De onderstaande financiële analyse berust op de interpretatietheorie van de jaarrekeningen aan de hand van financiële ratio's. Voor de definities van die ratio's wordt verwezen naar bijlage 4. De financiële ratio's worden voorgesteld in de vorm van globalisaties en van een mediaan. Bij de globalisatie van een ratio wordt de som van de tellers van alle vennootschappen gedeeld door de som van hun noemers. De geglobaliseerde ratio is bijgevolg het gewogen gemiddelde van iedere ratio op individueel ondernemingsniveau, waarbij het gewicht gelijk is aan het aandeel van elke onderneming in de totale waarde van de noemer van de ratio. Zo weerspiegelt het geglobaliseerde gemiddelde de situatie van de ondernemingen met de grootste noemerwaarde. De mediaan stemt overeen

met de centrale waarde van een geordende verdeling, waarbij 50% van de vennootschappen een ratiowaarde heeft die boven de mediaan ligt en waarbij 50% van de vennootschappen een ratio heeft met een waarde lager dan de mediaan. Door gebruik te maken van die twee concepten wordt een complementaire analyse beoogd. Omdat gemiddelden, dus ook de geglobaliseerde ratio, beïnvloed worden door uitschieters ('outliers') is er, enerzijds, het belang van de mediaanwaarde om die uitbijters te counteren. Anderzijds wordt via het geglobaliseerde gemiddelde veeleer een beeld geschetst uit macro- en meso-economisch oogpunt, terwijl de mediaan de micro-economische situatie belicht.

3.1 Rentabiliteit

In deze paragraaf wordt de rentabiliteit van een vennootschap bestudeerd in verhouding tot de verkopen, tot het eigen en het totale vermogen en tot de bedrijfsactiva. Tot slot wordt ook nagegaan wat de impact is van het uitkeringsbeleid.

3.1.1 Nettoverkoopmarge

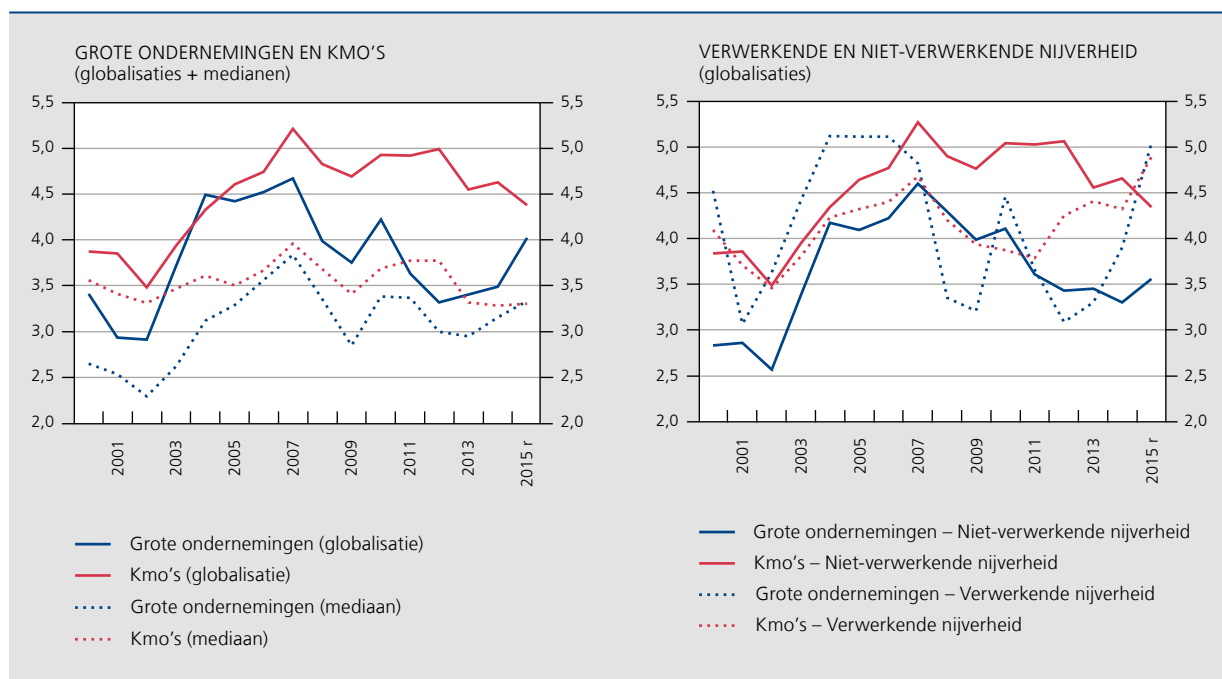
De rentabiliteit van de verkopen kan worden gemeten aan de hand van de nettoverkoopmarge, waaruit de relatieve

efficiëntie van de onderneming blijkt nadat alle bedrijfskosten in mindering zijn gebracht, inclusief de afschrijvingen, de waardeverminderingen en de voorzieningen van de onderneming. De marge geeft aan of de onderneming in staat is om, nadat alle operationele kosten zijn vergoed (financiële, uitzonderlijke en fiscale elementen buiten beschouwing gelaten), uit de verkoopinkomsten een positief bedrijfsresultaat over te houden.

De nettoverkoopmarge voor kmo's is over bijna de hele periode ruimer dan die voor grote ondernemingen. Dat zou betekenen dat er, per € 100 aan verkopen, een grotere procentuele bedrijfswinst overblijft indien het een kmo-entiteit betreft. In de analyse wordt echter enkel rekening gehouden met de kmo's waarvoor een nettoverkoopmarge kon worden berekend, en dat is alleen mogelijk indien het omzetbedrag in hun jaarrekening vermeld staat. Doordat dit in het verkorte jaarschema niet verplicht is, rapporteren steeds minder kmo's de opbrengst uit hun verkopen, wat het resultaat van de analyse kan vertekenen.

Het verschil tussen de geglobaliseerde nettoverkoopmarge voor kmo's en die voor grote ondernemingen wordt de laatste jaren (2014-2015r) echter kleiner. Daar zijn diverse verklaringen voor. De productiekosten van grotere industriebedrijven waren lager als gevolg van de daling van

GRAFIEK 7 NETTOVERKOOPMARGE
(in %)



Bron: NBB.

de grondstoffenprijzen en de tussen medio 2014 en begin 2015 duidelijke depreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar, waardoor die bedrijven hun verkoopmarge konden verruimen. Kmo's daarentegen, die vaker actief zijn op de dienstenmarkt, ondervonden minder effect van de lagere grondstoffenprijzen. Grote ondernemingen verschaffen bovendien meer werkgelegenheid, wat resulteert in een zwaarder relatief gewicht van de personeelskosten, een kostenrubriek die de laatste twee jaar samen (2014-2015r) trager is gegroeid dan de toegevoegde waarde (zie tabel 5). Zoals hierboven vermeld, is de groei van de uurloonkosten in de totale economie in 2014 en 2015 sterk vertraagd tot respectievelijk 1,1% en 0,0% vanwege de blokkering, voor het derde jaar op rij, van de reële conventionele aanpassingen in de private sector en de op 1 april 2015 ingevoerde indexesprong. Dat geringer relatief gewicht van de loonkosten in 2014 en 2015 kon bij grote ondernemingen worden omgezet in een ietwat ruimere nettoverkoopmarge.

De kmo's uit de niet-verwerkende nijverheid vertonen tussen 2002 en 2014 een hogere geglobaliseerde nettoverkoopmarge dan die welke actief zijn in de verwerkende nijverheid. Het betere rendement van de kmo's in de niet-verwerkende nijverheid valt voornamelijk te verklaren door de beduidend ruimere marges in de bedrijfstak 'diensten aan ondernemingen', waarin 20% van de kmo's actief is. De 'diensten aan ondernemingen' omvatten rechtskundige en boekhoudkundige dienstverlening, adviesbureaus inzake bedrijfsbeheer, diensten in verband met beveiliging, reiniging van gebouwen, administratieve en ondersteunende activiteiten ten behoeve van kantoren, architecten en ingenieurs, reisbureaus, reclame- en marktonderzoek, R&D en andere specifieke wetenschappelijke en technische activiteiten. Door de hoge graad van specialisatie is in die branche blijkbaar een hogere rentabiliteit mogelijk.

Onder impuls van de chemische en farmaceutische industrie, de hout- en papiersector en de ijzer- en staalnijverheid lieten de grote ondernemingen in de verwerkende nijverheid tot en met 2007 een ruimere nettoverkoopmarge optekenen dan die in de niet-verwerkende nijverheid. Sinds 2008 lijkt de nettoverkoopmarge van die grote industriebedrijven evenwel sterker te lijden onder de als gevolg van de financiële crisis neerwaartse conjunctuur. De grootste daling deed zich voor in dezelfde bedrijfstakken als die welke voorheen de stijging schraagden, aangezien ze uitermate gevoelig zijn voor schommelingen in de conjunctuur en voor het internationaal klimaat.

Volgens de ramingen voor 2015 gaat de geglobaliseerde nettoverkoopmarge kennelijk in stijgende lijn, zowel bij de grote ondernemingen (5%) als bij de kmo's (4,9%) uit de verwerkende nijverheid. Het herstel is vooral meetbaar

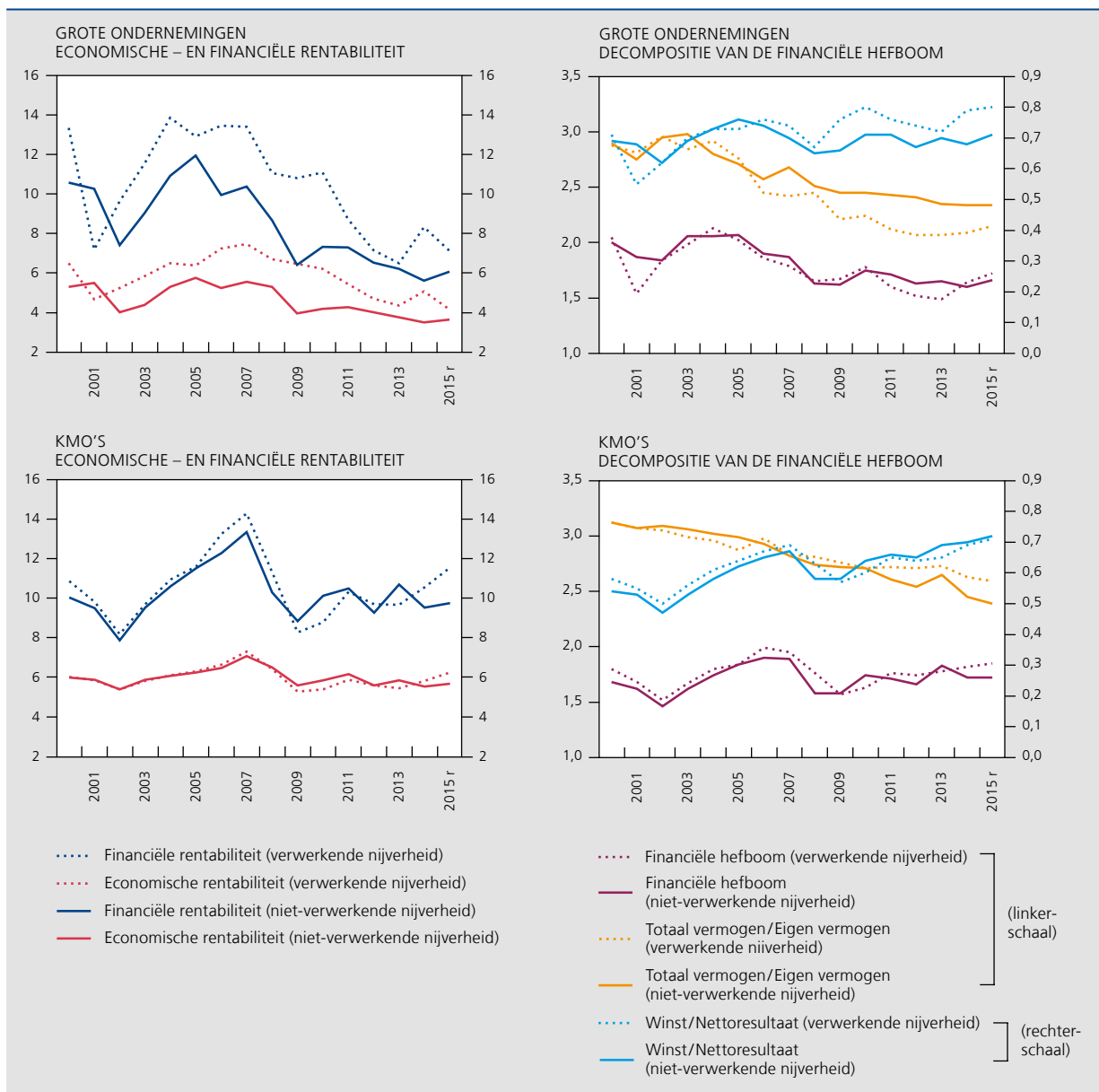
in de productie van geraffineerde aardolieproducten en in de chemische en farmaceutische nijverheid, telkens als gevolg van de dalende grondstoffenprijzen en het gematigd verloop van de loonkosten. De kmo's in de niet-verwerkende nijverheidstakken zagen de geglobaliseerde nettoverkoopmarge in 2015 licht krimpen tot 4,3% als gevolg van slinkende marges in de branche 'diensten aan ondernemingen' en in de 'bouw', hoewel de mediaanonderneming in 2015 een bijna identiek niveau van nettoverkoopmarge bereikte (3,4%) als in 2014 (3,2%).

3.1.2 Economische en financiële rentabiliteit

Bij het analyseren van de rentabiliteit in verhouding tot het eigen en het totale vermogen kan een onderscheid worden gemaakt tussen de economische en de financiële rentabiliteit van een vennootschap. De economische rentabiliteit wordt gemeten als de verhouding van het nettoresultaat vóór belastingen en schuldenlasten tot het totale vermogen. Daarbij worden de uitzonderlijke resultaten bewust buiten beschouwing gelaten omdat die eenmalig zijn en er in deze analyse gefocust wordt op het nettoresultaat van de normale bedrijfsactiviteiten. De ratio is een indicator van de economische gezondheid van de onderneming, ongeacht de wijze waarop de activiteiten worden gefinancierd. De financiële rentabiliteit houdt echter wél rekening met de financieringswijze en wordt in deze studie benaderd door de nettorentabiliteit van het eigen vermogen, waarbij de winst vóór belastingen gedeeld wordt door het totale eigen vermogen. Deze ratio geeft derhalve een aanwijzing over het rendement dat de aandeelhouders halen uit de lopende activiteiten van de onderneming, eveneens zonder rekening te houden met de uitzonderlijke resultaten of de belastingen. Beide rentabiliteitsratio's worden, ten behoeve van de onderlinge vergelijkbaarheid, berekend vóór aftrek van belastingen.

Het verschil tussen de economische en de financiële rentabiliteit van een bepaalde onderneming wordt verklaard door het financieel hefboomeffect. Als een bedrijf externe middelen kan lenen tegen rentekosten die lager zijn dan haar economische rentabiliteit, kan het zijn financiële rentabiliteit verhogen. In dat geval is de financiële hefboomratio groter dan 1. De financiële rentabiliteit van de onderneming wordt met andere woorden bepaald door haar economische rentabiliteit vermenigvuldigd met haar financiële hefboomfactor, die beïnvloed wordt door de mate waarin een onderneming zich financiert met vreemd vermogen en door de daaraan gekoppelde rente. Het gaat daarbij niet alleen om de rentelasten van bancaire en obligatieleningen, maar ook om eventuele kosten verbonden aan schulden bij intragroepsvennootschappen en om discountkosten ten laste van de onderneming bij het verhandelen van vorderingen in geval van factoring.

GRAFIEK 8 GEGLOBALISEERDE ECONOMISCHE- EN FINANCIËLE RENTABILITEIT EN FINANCIËLE HEFBOOM NAAR BEDRIJFSGROOTTE EN ACTIVITEIT
(in %)



Bron: NBB.

Na 2007 vertoont de **geglobaliseerde economische rentabiliteit** zowel bij de kmo's als bij de grote bedrijven een dalend verloop. Bij de **kmo's** deed de grootste afname zich voor tijdens de jaren 2008-2009, de periode van de financiële crisis. In de daaropvolgende jaren hield de geglobaliseerde economische rentabiliteit van de kmo's vrij goed stand (5,7 % in 2015r). Kmo's zijn meer actief in dienstenactiviteiten; ze zijn bovendien sterk vertegenwoordigd in de 'diensten aan ondernemingen', waardoor ze minder sterk door de neerwaartse conjunctuur worden beïnvloed.

Een gelijklopende verloop wordt opgetekend bij de **grote bedrijven die actief zijn in de niet-verwerkende nijverheid**, met een duidelijke daling van de geglobaliseerde economische rentabiliteit in 2008-2009 en een beperkte teruggang in de daaropvolgende jaren, vooral in de bedrijfstakken 'energie' en 'diensten aan ondernemingen'. De dalende geglobaliseerde economische rentabiliteit van de energiebedrijven is wellicht het gevolg van de verdere liberalisering van de energiemarkt en de invoering van de energieprijscntrole. Door de grotere

prijstransparantie vergelijken zowel de residentiële als de industriële klanten nauwlettend de energieprijzen tussen de verschillende leveranciers; bovendien doen ze een beroep op tal van tussenpersonen en groepsaankopen. Het jaar 2014 werd daarenboven gekenmerkt door een fors lagere gasverkoop dankzij een historisch hoge gemiddelde temperatuur. De lagere geglobaliseerde economische rentabiliteit in de 'diensten aan ondernemingen' is vooral duidelijk in 2014 en 2015r. De daling in 2014 kan in hoofdzaak worden toegeschreven aan een groot bedrijf dat zijn groepsfinanciering aan intragroepvennootschappen stopzette, waardoor de daaruit voortvloeiende hoge rente-inkomsten wegvielen. De daling in 2015r was vooral te wijten aan een grote onderneming uit de branche 'onderzoek- en ontwikkelingswerk op biotechnisch gebied' die geconfronteerd werd met sterk gestegen R&D-kosten en verhoogde afschrijvingen op licenties.

De geglobaliseerde economische rentabiliteit van de **grote industriële ondernemingen** vertoont na 2007 een sterk dalende tendens als gevolg van de neerwaartse conjunctuur. Alle takken van de verwerkende nijverheid lieten tussen 2007 en 2013 een daling optekenen, met als sterkste daler de ijzer- en staalindustrie. De minder gunstige internationale omgeving leidde er tot een tijdelijke stillegging of zelfs sluiting van productie-eenheden. Ook de voedings- en de chemische nijverheid zagen hun economische rentabiliteit fors slinken. In de chemische industrie was dat in hoofdzaak het gevolg van de inkrimpende marges en van de schommelingen in de grondstoffenprijzen. In 2014 vertaalde het herstel van de economische groei zich in een beperkte opleving van de economische rentabiliteit in vrijwel alle industrietakken. Volgens de ramingen voor 2015 lijkt de geglobaliseerde economische rentabiliteit in de meeste industrietakken evenwel af te nemen, terwijl de mediaanwaarde stijgt. De reden daarvoor is dat enkele grote industrieën hun financiële inkomsten uit participaties sterk hebben zien dalen.

Grafiek 8 toont een **geglocaliseerde financiële rentabiliteit** die over de hele beschouwde periode hoger is dan de geglobaliseerde economische rentabiliteit, wat erop wijst dat de ondernemingen, ongeacht hun bedrijfsgrootte en -activiteit, in staat zijn schulden aan te gaan tegen een rente die lager is dan hun economische rentabiliteit. De geglobaliseerde financiële rentabiliteit voor de **kmo's** leefde na 2009 op dankzij een relatief constante economische rentabiliteit in combinatie met een versterking van de financiële hefboom, zulks zowel in de verwerkende als in de niet-verwerkende nijverheid. De stijging van de financiële hefboom (van 1,57 % in 2009 tot 1,85 % in 2015 voor de industriële kmo's en van 1,58 % in 2009 tot 1,72 % in 2015 voor de kmo's in de niet-verwerkende nijverheid) wordt verklaard door het

feit dat de kmo's in de periode 2009-2015r veel voordeel haalden uit de forse daling van de kostprijs van nieuwe bankkredieten die werden opgenomen na 2008 (rechterdeel van grafiek 14).

De geglobaliseerde financiële rentabiliteit voor de **grote ondernemingen** bleef na de financiële crisis echter jaar op jaar teruglopen. De grote industriële ondernemingen bereikten in 2013 hun laagste peil (6,3 %) van de afgelopen zestien jaar. De grote ondernemingen in de niet-verwerkende bedrijfstakken bereikten hun dieptepunt in 2014 (5,7 %). Die dalingen waren toe te schrijven aan, enerzijds, de teruglopende economische rentabiliteit en, anderzijds, een verzwakking van het hefboomeffect, vooral vlak na de financiële crisis. Na 2009 blijft de hefboom schommelen tussen 1,6 en 1,7 %.

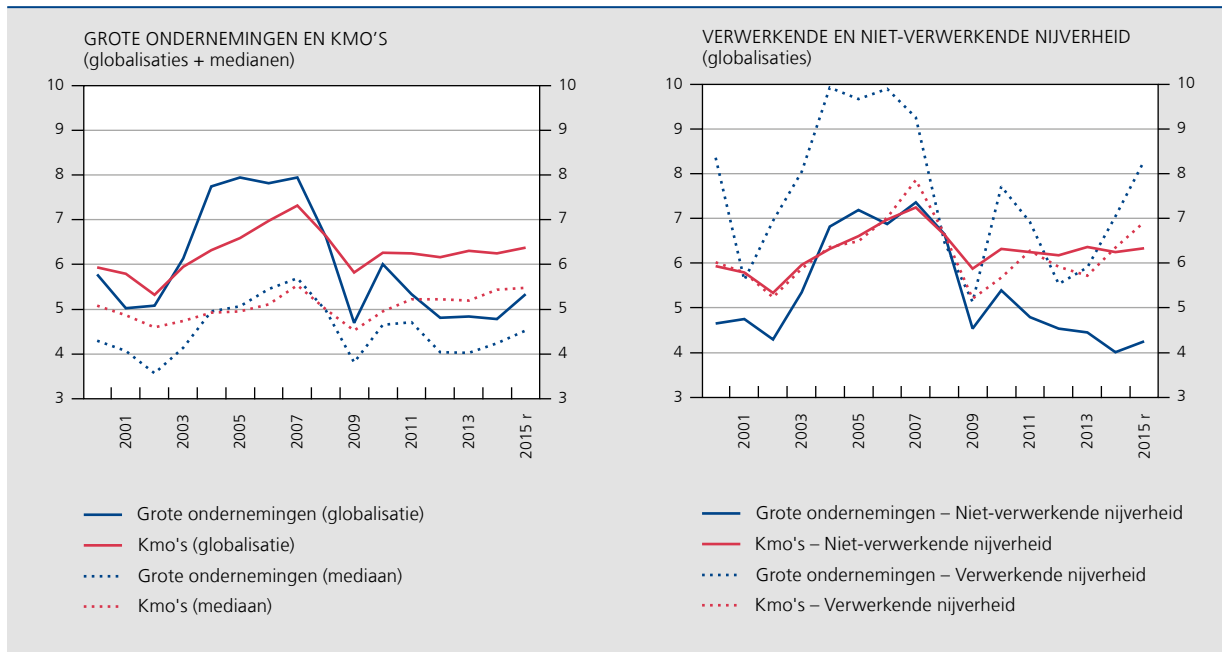
Het feit dat de hefboommultiplicator voor de grote industriële ondernemingen lager uitvalt dan die voor de niet-verwerkende nijverheid – vooral tussen 2010 en 2014 – is in hoofdzaak het gevolg van een verschillende financiering van hun activiteiten. Grote industriële bedrijven deden een groter beroep op eigen middelen, terwijl niet-industriële activiteiten relatief beschouwd meer met vreemd vermogen werden gefinancierd.

3.1.3 **Nettorentabiliteit van de bedrijfsactiva**

De geglobaliseerde nettoverkoopmarge van de grote industriële ondernemingen nam in 2015r opnieuw toe (grafiek 7), wat niet het geval was voor de geglobaliseerde economische rentabiliteit (grafiek 8). De in 2015 uiteenlopende ontwikkeling van de twee rentabiliteitsindicatoren was voornamelijk toe te schrijven aan de geringere financiële ontvangsten uit 'participaties in dochterondernemingen of geassocieerde vennootschappen'. Sommige grote industriebedrijven beheren naast hun industriële activiteit ook deelnemingen in groepsgebonden vennootschappen, waarvoor ze worden vergoed door 'financiële inkomsten uit participaties'. In 2015 zagen de grote industriële bedrijven dergelijke financiële inkomsten verminderen, waardoor hun geraamde geglobaliseerde economische rentabiliteit afnam.

Wil men geen rekening houden met de financiële weerslag van de participaties in groepsgerelateerde entiteiten en de daaruit voortvloeiende inkomsten, dan kan het best een blik worden geworpen op het verloop van een andere rentabiliteitsratio, namelijk de nettorentabiliteit van de bedrijfsactiva. Die ratio is de verhouding tussen het nettobedrijfsresultaat en de bedrijfsactiva – gedefinieerd als de som van de niet-financiële vaste activa, de voorraden, de vorderingen op ten hoogste een jaar en de overlopende rekeningen. De niet-opgesomde rubrieken

GRAFIEK 9 NETTORENTABILITEIT VAN DE BEDRIJFSACTIVA
(in %)



Bron: NBB.

aan de actiefzijde van de balans (de financiële vaste activa, de vorderingen op meer dan een jaar, de thesauriebeleggingen en de liquide middelen) zijn niet opgenomen in de noemer van de ratio omdat ze worden beschouwd als een vorm van financiële activa. Die rentabiliteitsratio weerspiegelt dan ook het commercieel resultaat van de onderneming ten opzichte van de balanselementen die rechtstreeks door de operationele werking van de onderneming worden beïnvloed.

De geglobaliseerde nettorentabiliteit van de bedrijfsactiva voor de grote ondernemingen heeft zich in 2015r hersteld, vooral bij de grote industriële bedrijven in de chemiesector, in de ijzer- en staalnijverheid en in de productie van geraffineerde aardolieproducten. Ten grondslag daaraan lagen voornamelijk de lagere kosten voor de aankoop van grondstoffen (aardgas en -olie, nafta, ijzerertsen, cokeskolen, pellets, ...), waardoor de productiekosten sterk konden worden gereduceerd en een hoger operationeel resultaat mogelijk werd.

Het verloop van de geglobaliseerde economische rentabiliteit en dat van de geglobaliseerde nettorentabiliteit van de bedrijfsactiva zijn sterk gelijklopend, ongeacht de bedrijfsgrootte en de activiteit. Toch vallen enkele verschillen op, vooral bij de grote ondernemingen uit de verwerkende nijverheid. De verklaring daarvoor moet worden

gezocht bij het verloop van de financiële inkomsten uit 'participaties van dochterondernemingen en geassocieerde vennootschappen'.

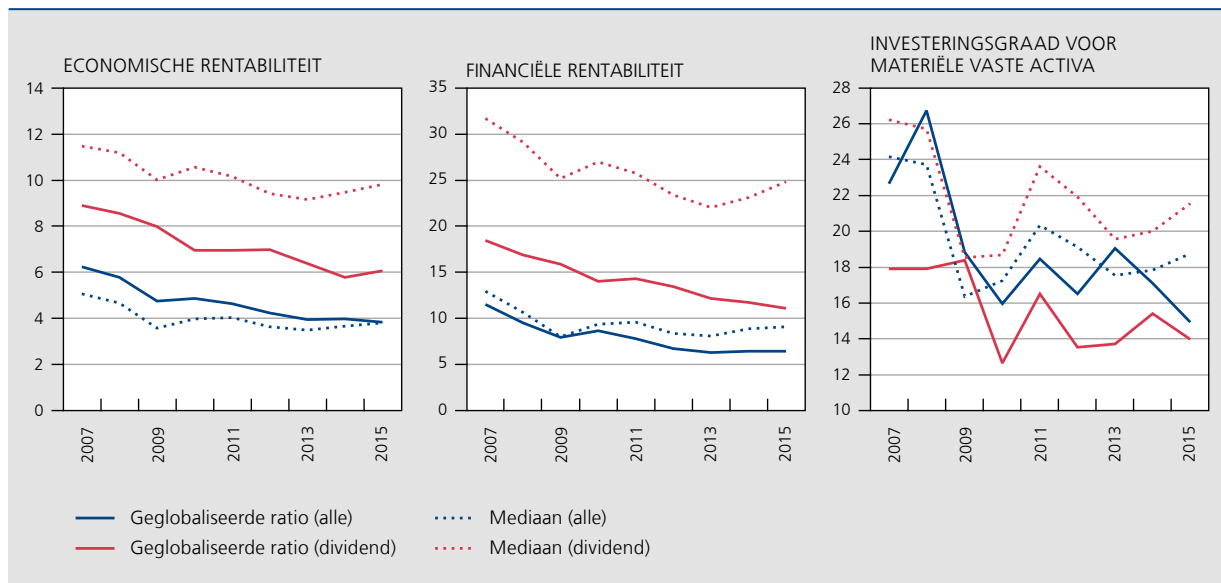
3.1.4 Dividendbeleid

De rentabiliteit van de Belgische ondernemingen heeft in 2015r voorzichtig aangetrokken, maar de geglobaliseerde investeringsgraad (grafiek 3) blijkt niet te volgen. Investeringen zijn nochtans belangrijk voor het groeipotentieel van de ondernemingen en voor een duurzaam herstel van de Belgische economie op lange termijn. Geringe investeringen en sterke balansen kunnen bedrijven de ruimte bieden om toch nog stevige dividenden uit te betalen, terwijl er precies extra investeringen noodzakelijk zijn om de toekomst veilig te stellen. Die stelling wordt hieronder getoetst.

Uit de hierboven geanalyseerde populatie worden uitsluitend de grote ondernemingen bestudeerd die in de periode 2007-2015 een jaarrekening met een boekjaar van twaalf maanden neerlegden én die in het bewuste boekjaar een dividend uitbetaalden. De cijfers voor 2015 worden in deze paragraaf, anders dan in de rest van deze studie, niet geraamd op basis van een constant staal. Voor 2015 worden enkel de jaarrekeningen met een boekjaar van twaalf maanden in aanmerking

GRAFIEK 10 GEGLOBALISEERDE RATIO'S EN MEDIANEN VOOR ALLE GROTE ONDERNEMINGEN

(in %)



Bron: NBB.

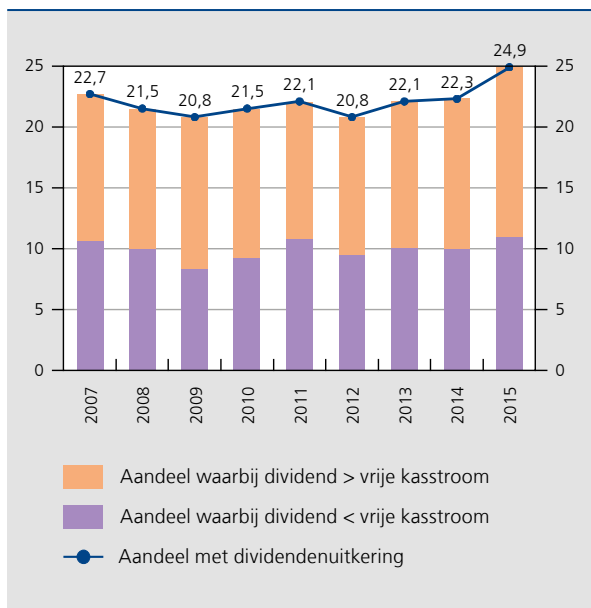
genomen voor zover ze op 10 september 2016 beschikbaar waren in de Balanscentrale. Dat kan voor een zekere vertekening zorgen omdat het voornamelijk de beter presterende ondernemingen zijn die hun jaarrekening tijdig neerleggen. Het is met andere woorden mogelijk dat winstgevende bedrijven in 2015 oververtegenwoordigd waren in het onderzoeksstaal.

Van alle grote ondernemingen keert gemiddeld 22% een dividend uit. Het zijn blijkbaar de grote energiebedrijven die het vaakst een winstaandeel uitkeren. Daarnaast betalen ook de grote bedrijven uit de branches autohandel, voedingsindustrie en metaalverwerkende nijverheid regelmatig een dividend uit. Het aandeel grote vennootschappen mét dividenduitkering liet enkel een lichte teruggang optekenen tijdens en vlak na de financiële crisis (grafiek 11). Inmiddels heeft dat aandeel zich hersteld en is het gestegen. Grote ondernemingen die winstaandelen uitbetalen, hebben kennelijk een relatief grotere economische en financiële rentabiliteit, zowel in geglobaliseerde als in mediaantermen (grafiek 10). Dit betekent dat vooral de economisch gezonde bedrijven dividenden uitkeren. Tevens hebben, algemeen beschouwd, de grote ondernemingen met een dividenduitkering blijkbaar een lagere geglobaliseerde investeringsgraad, zulks onder invloed van de grote energiebedrijven: deze laatste keren immers niet alleen vaker dividenden uit, ze wegen ook zwaarder in de geglobaliseerde investeringsgraad vanwege hun omvangrijke materiële vaste activa. Toch moet hier worden vermeld dat die energiebedrijven hun

bestaande materiële vaste activa wel minder snel vernieuwen (zie bijlage 2). Wordt de geglobaliseerde investeringsgraad berekend exclusief de energiebedrijven, dan ligt die ratio blijkbaar hoger bij de 'groep van dividend uitkerende ondernemingen'. De investeringsratio's voor de mediaanbedrijven bevestigen dat heel wat 'bedrijven met dividendbetaling' een hogere investeringsgraad hebben.

Méer dan een vijfde van de grote bedrijven keert een winstaandeel uit, maar het is de vraag in welke mate de financiële positie van de onderneming dat kan dragen. Belangrijk daarbij is het bedrag van de 'vrije kasstroom'. Dat zijn de financiële middelen die overblijven nadat de onderneming al haar operationele kosten en investeringen heeft betaald. Dit is met andere woorden de geldsom die een bedrijf kan gebruiken om bijvoorbeeld rente op schulden te vergoeden, om schulden terug te betalen, om extra liquide middelen aan te leggen of om dividenden uit te keren. Als een onderneming een bedrag aan dividenden uitbetaalt dat groter is dan haar 'vrije kasstroom', betekent zulks dat zij daartoe haar liquide middelen moet aanspreken of geld moet lenen. Op lange termijn is dat echter onhoudbaar. In de periode 2007-2015 keerde jaarlijks gemiddeld 45% van de 'dividend uitbetalende bedrijven' een winstaandeel uit dat groter was dan hun vrije kasstroom (grafiek 11). Mag daaruit worden geconcludeerd dat het er voor deze ondernemingen vooral om te doen is hun aandeelhouders te binden veeleer dan een stabiel toekomstgericht investeringsbeleid te voeren?

GRAFIEK 11 UITSPLITSING VAN HET AANDEEL GROTE ONDERNEMINGEN MET DIVIDENDUITKERING
(in %)



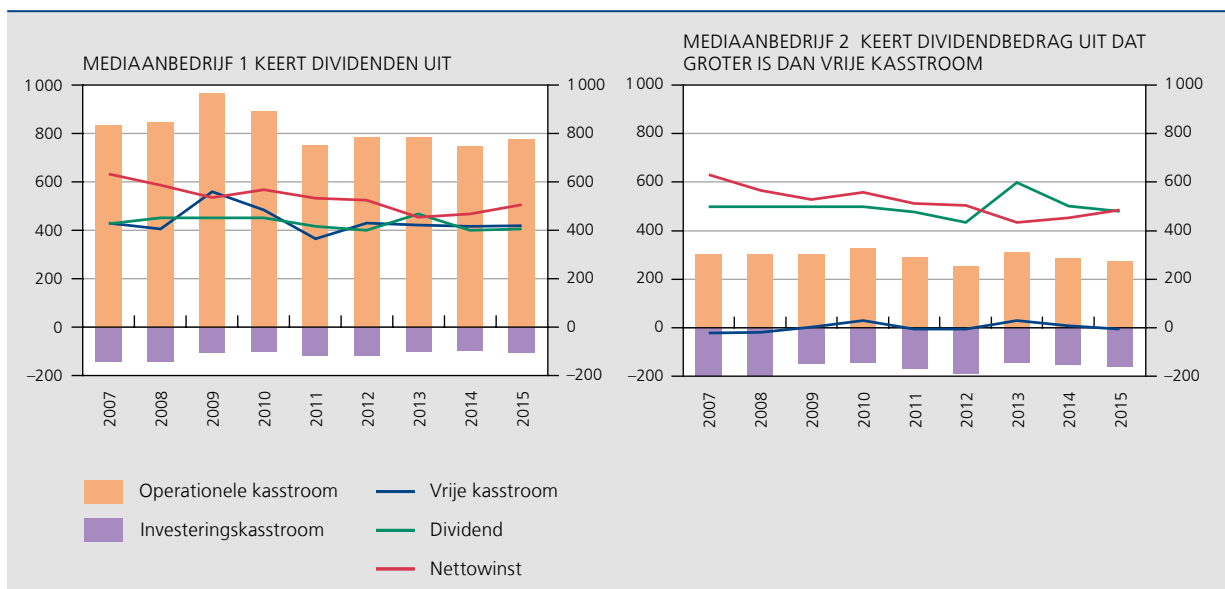
Bron: NBB.

Aangezien extreme waarden de geglobaliseerde gemiddelden vertekenen en het aggregeren van kasstromen moeilijk te interpreteren valt, worden mediaanwaarden

berekend. Voor de populatie 'grote ondernemingen met dividenduitkering' worden voor de periode 2007-2015 voor diverse kasstroomrubrieken de mediaanwaarden per jaar berekend (grafiek 12). Die mediaanwaarden stellen een fictief mediaanbedrijf 1 voor. Dezelfde berekeningen worden gemaakt voor de subpopulatie 'dividend uitbetalende bedrijven die een dividendbedrag uitbetalen groter dan de vrije kasstroom'. Het resultaat daarvan is het mediaanbedrijf 2 (zie rechterdeel van grafiek 12). Er zij opgemerkt dat de mediaanwaarden van de kasstroomvariabelen binnen de fictieve mediaanentiteiten niet van elkaar kunnen worden afgeleid. De mediaanwaarde van de operationele kasstroom min die van de investeringskasstroom stemt met andere woorden niet exact overeen met de mediaanwaarde van de vrije kasstroom, terwijl dat op ondernemingsniveau wél het geval is. Voor de cijfers van beide mediaanondernemingen wordt verwezen naar bijlage 5. De twee bedrijven zijn vergelijkbaar in termen van balanstotaal.

De operationele kasstromen van een onderneming zijn de inkomende en uitgaande kasstromen die voortvloeien uit haar gewone bedrijfsvoering. Dat is de nettowinst gecorrigeerd voor niet-kaskosten en veranderingen in het werkkapitaal. Het werkkapitaal wijzigt bijvoorbeeld wanneer het totale bedrag aan handelsvorderingen aan het einde van het boekjaar toeneemt, wat betekent dat de klanten het bedrijf geld verschuldigd zijn. Dat is geld dat de onderneming niet ontvangen heeft, maar dat via de omzet

GRAFIEK 12 VERLOOP VAN KASSTROMEN, DIVIDENDEN EN NETTOWINST VOOR HET MEDIAANBEDRIJF DAT DIVIDENDEN UITKEERT EN VOOR HET MEDIAANBEDRIJF WAAR HET DIVIDENDBEDRAG GROTER IS DAN DE VRIJE KASSTROOM
(in %)



Bron: NBB.

wél in de nettowinst vervat zit en dus aan de operationele kasstroom moet worden onttrokken.

Uit grafiek 12 blijkt dat mediaanbedrijf 2 met een dividenduitkering groter dan de vrije kasstroom een geringere operationele kasstroom heeft, hoewel het bedrijf een nettowinst boekte vergelijkbaar met die van mediaanbedrijf 1. Een en ander wordt verklaard door grotere wijzigingen in het werkkapitaal van mediaanbedrijf 2. De investeringskasstroom – voornamelijk uitgaande kasstromen voor tijdens het boekjaar verrichte investeringen – loopt bij de beide mediaanbedrijven gelijk; hij is zelfs iets omvangrijker bij mediaanbedrijf 2. Dit betekent dat beide bedrijven een soortgelijk bedrag investeren in, onder meer, de aankoop van nieuwe machines.

Het verschil tussen de operationele en de investeringskasstroom is de vrije kasstroom. Dat zijn de financiële middelen die overblijven nadat het bedrijf alle operationele kosten en investeringsuitgaven heeft betaald. Aangezien de operationele kasstroom in mediaanbedrijf 2 geringer uitvalt dan in mediaanbedrijf 1, terwijl het niveau van de investeringsuitgaven vergelijkbaar is, resulteert dat in een kleinere vrije kasstroom bij mediaanbedrijf 2. Toch opteert mediaanonderneming 2 ervoor een even groot dividendbedrag uit te betalen omdat zijn winstniveau vergelijkbaar is. Uit de cijfers (bijlage 5) blijkt dat mediaanbedrijf 2 daarvoor gedeeltelijk zijn liquide middelen moet aanspreken, wat uiteraard een probleem kan zijn, mocht zulks jaar op jaar gebeuren.

In de populatie grote ondernemingen die in 2014 een dividend uitbetaalden (4 778 entiteiten), keerde 44,6 % (2 131 entiteiten) een winstaandeel uit dat groter was dan de vrije kasstroom. Daarvan deden in 2013 562 bedrijven hetzelfde. 191 bedrijven keerden drie jaar op rij (2012 tot en met 2014) een winstbedrag uit dat groter was dan de vrije kasstroom. 87 bedrijven voerden dat beleid vier jaar na elkaar, 34 entiteiten deden dat vijf jaar op rij, 16 ondernemingen zes jaar op rij en 10 bedrijven zeven jaar op rij. Voor al die subpopulaties worden mediaanwaarden berekend voor enkele kasstroomrubrieken, voor de economische rentabiliteit, voor de investeringsgraad en voor het balanstotaal (tabel 12). Bedrijven die tot vier opeenvolgende jaren een winstaandeel betalen dat groter is dan de vrije kasstroom, zijn bedrijven met een gunstige economische rentabiliteit (hoger dan de 4 % belopende mediaanwaarde van alle grote in 2014 actieve ondernemingen) en een voldoende hoge investeringsgraad (hoger dan de 18 % belopende mediaanwaarde van alle grote in 2014 actieve ondernemingen). Tegelijkertijd blijkt ook de noodzaak om voor een gedeelte van de dividendvergoedingen financiële schulden aan te gaan. Ondernemingen die meer dan vier jaar na elkaar een dergelijk uitkeringsbeleid voeren, zijn economisch minder rendabel, vernieuwen in veel mindere mate de materiële vaste activa en moeten een groter beroep doen op financiële schulden om het winstaandeel te kunnen uitbetalen. Het aantal ondernemingen dat zich in een dergelijke situatie bevindt, is zeer klein.

TABEL 12 MEDIAANWAARDEN VOOR SUBPOPULATIES DIE GEDURENDE EEN OF MEERDERE OPEENVOLGENDE JAREN EEN DIVIDEND UITKEREN DAT GROTER IS DAN DE VRIJE KASSTROOM

	1 jaar	2 jaar	3 jaar	4 jaar	5 jaar	6 jaar	7 jaar
Aantal betrokken ondernemingen	2 131	562	191	87	34	16	10
Mediaanwaarden (in %)							
Economische rentabiliteit	8,56	8,14	6,31	4,78	4,06	2,30	2,30
Investeringsgraad	26,34	31,02	22,69	21,28	12,61	12,81	12,13
Mediaanwaarden (in €)							
Balanstotaal	8 189 067	10 023 145	17 015 715	36 104 333	118 025 481	202 710 706	346 756 865
Nettowinst	453 635	558 650	713 972	986 406	1 378 260	3 197 467	5 125 449
Operationele kasstroom	285 629	448 614	809 289	1 828 997	3 564 816	6 506 576	16 112 182
Investeringskasstroom	-151 876	-248 461	-782 263	-1 824 367	-5 639 411	-12 566 390	-19 480 799
Vrije kasstroom	9 660	25 380	-24 155	-335 829	-1 763 005	-6 059 291	-6 059 291
Dividend	550 000	530 418	753 137	1 000 500	1 025 250	998 544	490 532
Wijziging in cash equivalenten	-50 681	-34 144	-5 258	-89	-11 380	-11 375	-858 504
Wijziging in financiële schulden	0	0	76 666	606 199	2 785 388	9 736 018	9 736 018

Bron: NBB.

Het financieel verwennen van de aandeelhouders lijkt de economische rentabiliteit en de investeringsgraad niet te schaden, behalve in het geval van ondernemingen die méér dan vier jaar in successie een dividenduitkeringsbeleid voeren waarbij de vergoeding telkens groter is dan de vrije kasstroom.

3.2 Solvabiliteit

Solvabiliteitsratio's zijn vooral bedoeld om na te gaan in welke mate de onderneming haar financiële verplichtingen – dat zijn de rentelasten en de aflossingen van schulden – kan naleven. De solvabiliteitsratio's spelen een cruciale rol in het 'In-house Credit Assessment Systeem' (ICAS)⁽¹⁾ dat de NBB sinds 2013 officieel toepast voor IFRS-ondernemingen en sinds 2015 voor BEGAAP-entiteiten. De ratio's spelen ook een belangrijke rol in de faillissement voorspellende modellen van de Bank, meer bepaald in het 'Financiële gezondheidsmodel' dat terug te vinden is in het ondernemingsdossier van de Balanscentrale.

(1) Het ICAS-systeem is een instrument waarbij de kredietkwaliteit van de Belgische niet-financiële ondernemingen geanalyseerd wordt tegen de achtergrond van het monetair beleid van het Eurosysteem.

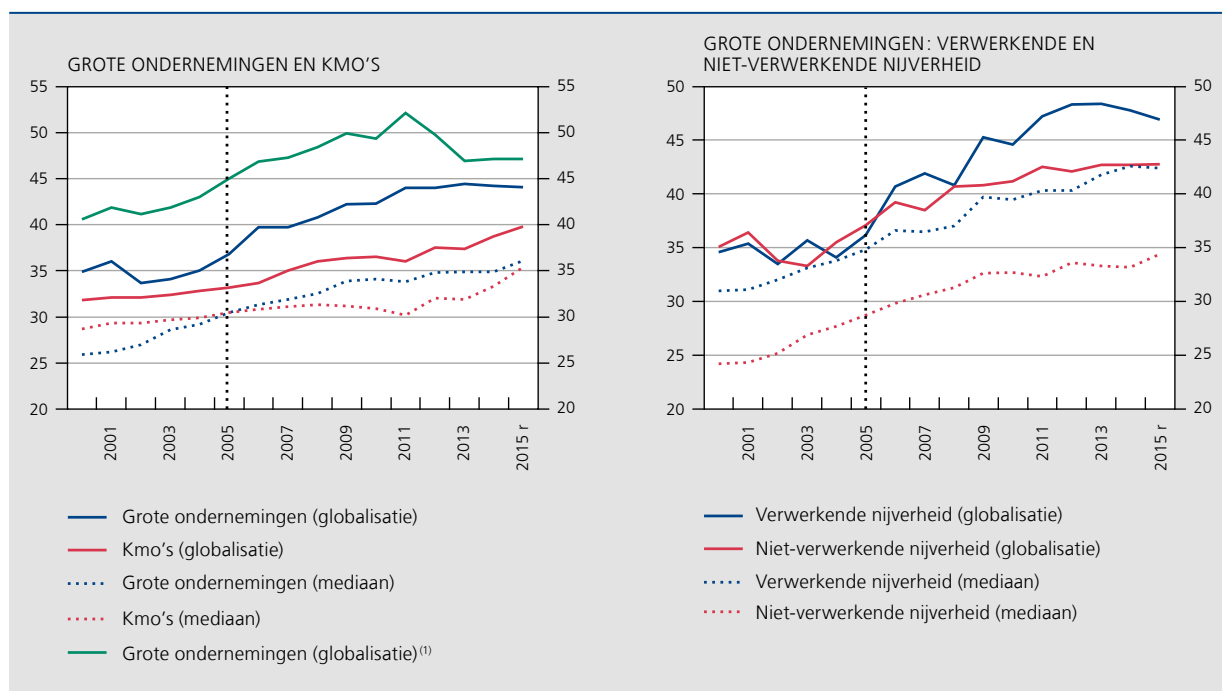
3.2.1 Graad van financiële onafhankelijkheid

De meest bekende meeteenheid van de solvabiliteit is de graad van financiële onafhankelijkheid van de onderneming. Dat is het eigen vermogen ten opzichte van het totale vermogen. Hoe groter de financiële onafhankelijkheid, hoe kleiner de schuldgraad van de onderneming en hoe groter de door het eigen vermogen gevormde buffer om schuldeisers terug te betalen. De graad van financiële onafhankelijkheid meet met andere woorden de robuustheid van de kapitaalstructuur van een onderneming.

Vennootschappen met een grotere financiële onafhankelijkheid betalen doorgaans lagere rentekosten voor hun schulden (vanwege het kleinere risico), waardoor ze meer middelen overhouden om te investeren of om dividenden uit te betalen. Indien er extra middelen nodig zijn, is het voor de ondernemingen met een grotere financiële onafhankelijkheid gemakkelijker om een banklening te verkrijgen of om zich via de kapitaalmarkt te financieren.

Grote ondernemingen zijn financieel onafhankelijker dan kmo's. Dat blijkt vooral uit de geglobaliseerde ratio's. Dit betekent dat grote ondernemingen een groter deel van hun balanstotaal met eigen middelen financieren.

GRAFIEK 13 GRAAD VAN FINANCIËLE ONAFHANKELIJKHEID (in %)



Bron: NBB.

(1) Met inbegrip van de bedrijfstak 'activiteiten van hoofdkantoren'.

Sinds de invoering van de belastingaftrek voor risicokapitaal in 2005 – ook nog de notionele interestaftrek genoemd – is het verschil tussen de geglobaliseerde graad van financiële onafhankelijkheid voor de grote ondernemingen en die voor de kmo's ieder jaar groter geworden. Dankzij die maatregel werd heel wat buitenlands kapitaal naar België verhuisd, vooral naar grote ondernemingen waardoor deze laatste hun financiële onafhankelijkheid aanzienlijk zagen toenemen. De grootste toestroom van buitenlands kapitaal deed zich vooral voor in de branche 'activiteiten van hoofdkantoren', een bedrijfstak die buiten de onderzoekspopulatie van deze studie valt. Ter illustratie: het verloop van de geglobaliseerde graad van financiële onafhankelijkheid voor de grote ondernemingen (inclusief deze bedrijfstak) is opgenomen in het linkerdeel van grafiek 13. De grote industriële ondernemingen zagen hun geglobaliseerde financiële onafhankelijkheidsgraad sterker toenemen dan de grote ondernemingen uit de niet-verwerkende nijverheid, wellicht omdat inmiddels verscheidene grotere industrieën naast hun primaire industriële productieactiviteit ook een supplementaire coördinatietak zijn gaan vervullen waarbij ze fungeren als financieel centrum voor de groep, wat eveneens een gevolg is van de 'belastingaftrek voor risicokapitaal'. Zo stroomde meer buitenlands kapitaal van de groep naar België. Vanaf 2012 werd bij de grote ondernemingen echter een stagnatie opgetekend omdat de notionele interestaftrek sedertdien jaar op jaar is verminderd.⁽¹⁾ Bij de grote industrieën is sinds 2014 zelfs een teruggang van de geglobaliseerde ratio merkbaar omdat enkele grote industriële bedrijven hun participaties fors hebben uitgebreid door middel van intragroepsleningen. Bij de kmo's blijft de graad van financiële onafhankelijkheid langzaam toenemen: ook hier speelt de aantrekkelijkheid van de belastingaftrek voor risicokapitaal met bovendien een verhoogd tarief voor de kmo's (zie

tabel 9). In 2015 bleef de geraamde geglobaliseerde gemiddelde financiële onafhankelijkheidsgraad voor de grote ondernemingen zogoed als stabiel op 44,1 %, terwijl de geraamde geglobaliseerde ratio voor de kmo's verder toenam tot 39,8 %.

3.2.2 Rentelasten en netto financiële schuldratio (net financial indebtedness ratio)

De solvabiliteitspositie van een vennootschap kan worden beoordeeld aan de hand van de mate waarin de onderneming afhankelijk is van financiële schulden om haar activa te financieren – meetbaar via de 'netto financiële schuldratio' – in combinatie met de 'rentelasten'.

De rentelasten meten het gewicht van de rentekosten die een onderneming betaalt op haar financiële schulden in verhouding tot de som van de kort- en langlopende financiële schulden. Aangezien de kmo's de rentelasten op financiële schulden niet afzonderlijk vermelden, is de teller voor hen ruimer aangezien hij alle financiële kosten omvat. Naast de rentelasten bevat die teller bijvoorbeeld ook de wisselkoerskosten en de eventuele kortingen die worden toegekend bij contante betaling door klanten. Een lage ratio betekent dat de onderneming onder gunstige voorwaarden financiële schulden kan aangaan. Rentelasten die jaar op jaar afnemen, kunnen gedeeltelijk worden verklaard door een herziening van de leningen onder gunstigere rentevoorwaarden. Een ratio die ieder jaar toeneemt vanwege hogere rentekosten zal eerder wijzen op het feit dat de onderneming enkel extra financiële schulden mag aangaan mits ze een hogere risicopremie betaalt. Dit laatste kan eventuele kredietproblemen impliceren.

In 2008 bereikten de gemiddelde rentelasten van zowel de grote ondernemingen als de kmo's hun hoogste niveau; vervolgens liepen ze terug en zakten ze tot hun laagste peil in 2015 (naar raming 2,8 % en 5,9 % voor het geglobaliseerde gemiddelde voor respectievelijk de grote ondernemingen en de kmo's). De vrijwel continue

(1) De notionele interestaftrek is de afgelopen jaren gedaald omdat, enerzijds, het basistarief voor aftrek sinds het aanslagjaar 2011 jaar op jaar is verlaagd (meer bepaald tot 1,131 % voor het aanslagjaar 2017 ten opzichte van 4,473 % in het aanslagjaar 2010) en, anderzijds, bedrijven sinds het aanslagjaar 2013 niet langer het bedrag aan interesten dat hoger is dan het bedrag van de belastinggrondslag naar een later aanslagjaar kunnen overdragen

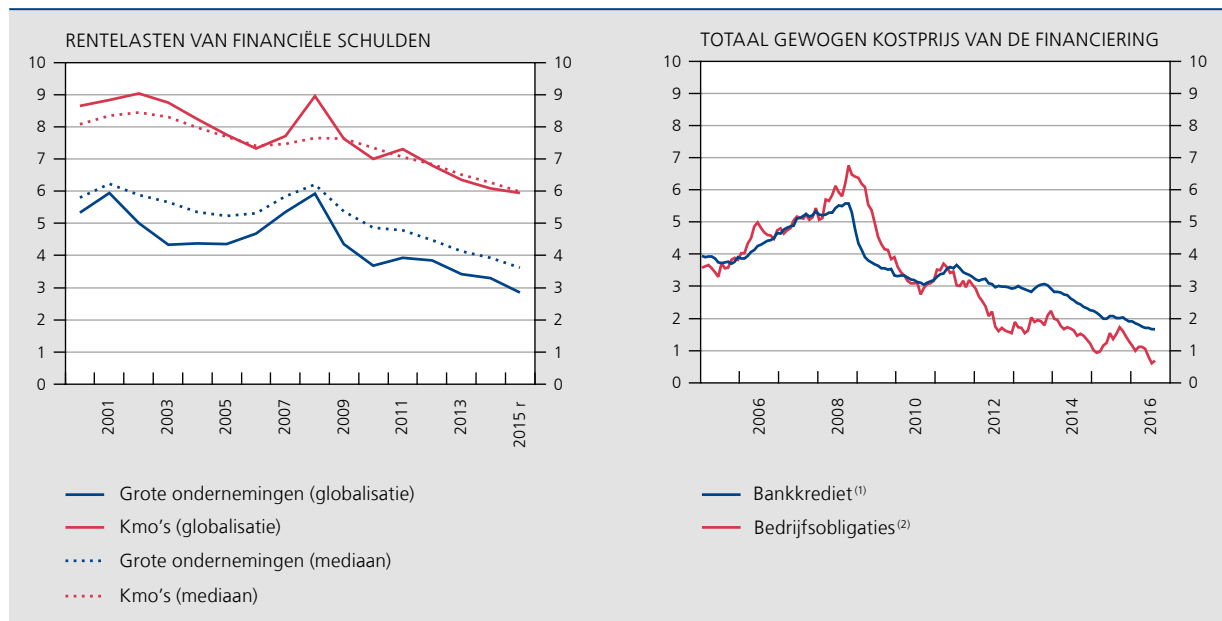
TABEL 13 TARIEF VAN DE NOTIONELE INTERESTAFTREK
(in %)

Aanslagjaar	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Basistarief	3,781	4,307	4,473	3,800	3,425	3,000	2,742	2,630	1,630	1,131
Verhoogd tarief voor kmo's	4,281	4,807	4,973	4,300	3,925	3,500	3,242	3,130	2,130	1,631

Bron: Fod Economie.

GRAFIEK 14 FINANCIERINGSKOSTEN

(in %)



Bronnen: NBB, Thomson Reuters Datastream

(1) Gewogen gemiddelde rente toegepast door Belgische banken op nieuwe bedrijfskredieten. De rente wordt gewogen op basis van de uitstaande bedragen van de verschillende kredietvormen.

(2) Rendement van de index van obligaties uitgegeven door Belgische niet-financiële vennootschappen, uitgedrukt in euro, met een looptijd van meer dan een jaar en een rating hoger dan Baa. De index is gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen.

daling van de rentelasten bij alle ondernemingen ongeacht de grootte ervan vertoont hetzelfde verloop als de gewogen gemiddelde kosten die Belgische banken aanrekenen op nieuwe bedrijfskredieten en als het rendement van de bedrijfsobligaties (deel 2, grafiek 14). In 2015 bleven de kosten van bankkredieten (vooral die op lange termijn) geleidelijk teruglopen als gevolg van het opnieuw sterk accommoderend beleid van het Eurosysteem via met name de forward guidance⁽¹⁾ en het uitgebreid programma voor de aankoop van activa. Zowel in geglobaliseerde als in mediaantermen liggen de gemiddelde rentelasten voor de kmo's hoger dan die voor de grote ondernemingen. Dat valt grotendeels te verklaren door de berekeningswijze aangezien de teller van de ratio voor de kmo's een ruimer concept meet dan die voor de grote ondernemingen (zie hierboven). Supplementaire verklaringen zijn: het grotere kredietrisico bij de kmo's (grafiek 17), waardoor een hogere

risicopremie wordt aangerekend, en het feit dat kmo's, in tegenstelling tot grote ondernemingen, vermoedelijk minder vaak een beroep kunnen doen op groepsfinanciering met lagere rentekosten.

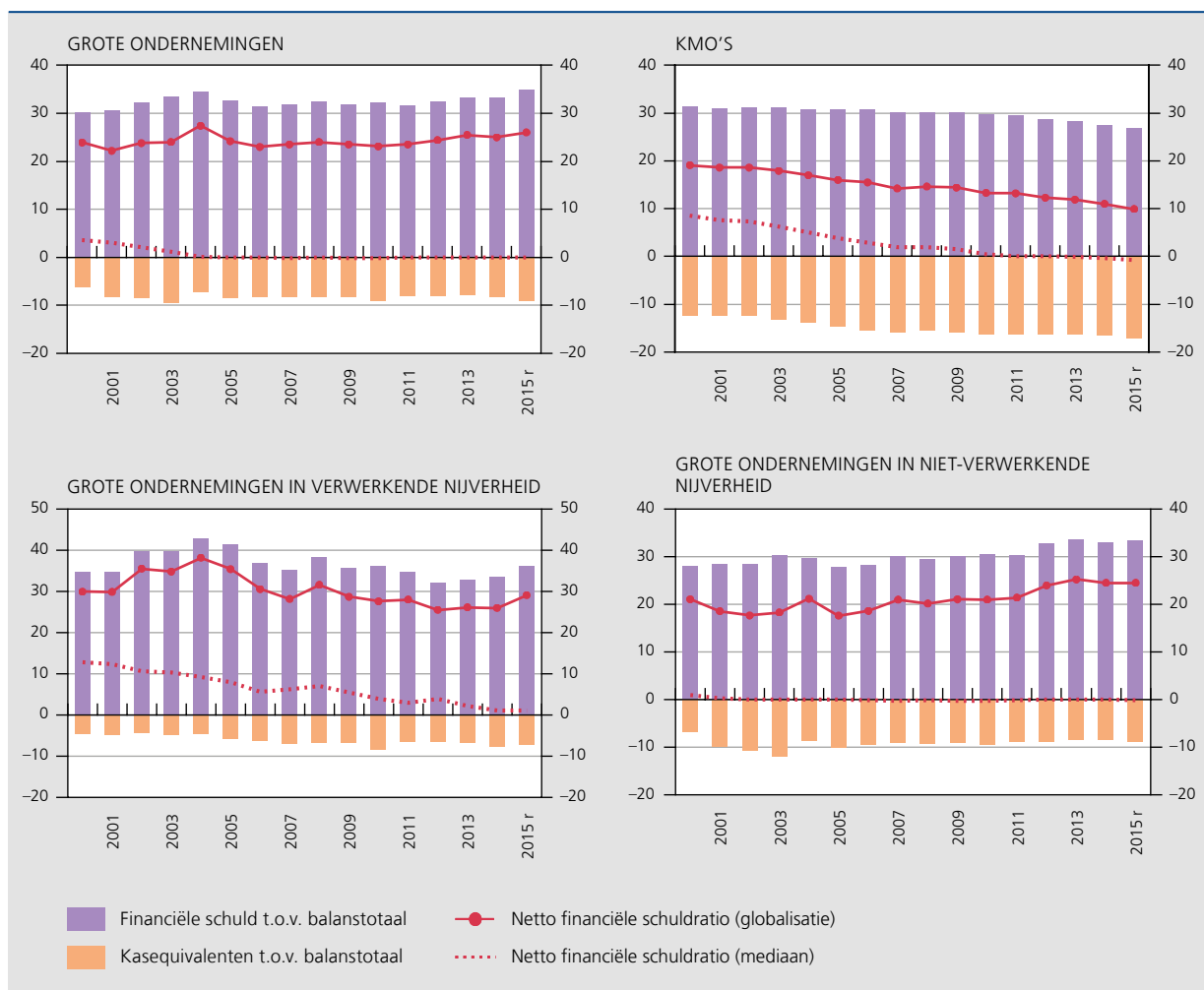
De netto financiële schuldratio berekent de verhouding tussen de netto financiële schuld en het balanstotaal van een onderneming. De teller is de som van alle financiële schulden die de onderneming op korte en lange termijn heeft uitstaan min haar zogenoemde kasequivalenten, dat zijn de liquide middelen en geldbeleggingen op korte termijn. De financiële schulden omvatten niet enkel bankschulden, maar ook obligatieleningen, leasingschulden, achtergestelde leningen⁽²⁾, leningen bij groepsgebonden ondernemingen of leningen via factoring⁽³⁾. Een lage ratio wijst op een voorzichtig extern financieringsbeleid waarbij de onderneming het in de toekomst gemakkelijker zal hebben om externe middelen aan te trekken. Hoe hoger de ratio, hoe moeilijker de onderneming extra geld zal kunnen lenen, tenzij tegen hogere financieringskosten. Indien de ratio met de jaren continu stijgt, wijst zulks erop dat de onderneming haar operationele activiteiten voortdurend bekostigt via extra schulden bij kredietverstrekkers veeleer dan zich te financieren via eigen opgebouwde middelen.

(1) Forward guidance is een beleidsinstrument dat centrale banken hanteren om indicaties te geven over het toekomstige verloop van de beleidsrente. Gesteld wordt dat een bepaalde beleidslijn (meer bepaald het handhaven van beleidsrentes op het huidige lage niveau) zal worden aangehouden zolang aan bepaalde voorwaarden is voldaan. Het is de bedoeling financiële instellingen tegen lagere rentevoorwaarden kredieten te laten verstrekken aan kredietnemers.

(2) Achtergestelde leningen zijn leningen waarvoor de terugbetaling door geen enkele bijzondere waarborg wordt gedekt en die slechts terugbetaalbaar zijn na de andere schulden.

(3) Via factoring kan een bedrijf financiering verkrijgen op basis van uitstaande klantenvorderingen.

GRAFIEK 15 UITSPLITSING VAN DE NETTO FINANCIËLE SCHULDRAATIO
(in %)



Bron: NBB

De geglobaliseerde netto financiële schuldratio voor de grote ondernemingen laat over de beschouwde periode (2000-2015r) een vrij stabiel verloop optekenen. Bij de kmo's is er mettertijd echter een daling merkbaar. Tussen 2000 en 2007 loopt de geglobaliseerde ratio voor de kmo's terug omdat ze hun kasequivalenten in verhouding tot hun balanstotaal jaar op jaar verhoogden (van 12 % in 2000 tot 16 % in 2007). Na de financiële crisis is er evenwel een andere verklaring: de kmo's bouwden hun aandeel financiële schulden in het balanstotaal af (van 30 % in 2007 tot 27 % in 2015r) en financierden hun operationele activiteiten meer met eigen middelen (zie grafiek 13). De mediaanwaarde van de netto financiële schuldratio werd tussen 2014 en 2015r zelfs licht negatief, wat erop wijst dat heel wat kmo's hun financiële schulden onmiddellijk kunnen terugbetalen door middel van de kasequivalenten. De geglobaliseerde

netto financiële schuldratio voor grote ondernemingen (gemiddeld 24 % in 2000-2015r) ligt hoger dan die voor kmo's (gemiddeld 15 % in 2000-2015r), hoewel beide types van ondernemingen ongeveer 30 % van hun balanstotaal financieren middels financiële schulden. Het verschil zit in de hoeveelheid kasequivalenten in verhouding tot het balanstotaal. De kmo's beschikken over relatief meer liquide middelen en geldbeleggingen op korte termijn. Het aanleggen van die reserves kan wijzen op het minder vlot verkrijgen van nieuwe kredieten om te kunnen voorzien in onverwacht toenemende behoeften aan bedrijfskapitaal, om lopende uitgaven (bijvoorbeeld loonuitbetalingen of aankopen van grondstoffen) te dekken of om toekomstige investeringen te financieren.

De netto financiële schuldratio van de grote industrieën ligt hoger dan die van de grote ondernemingen uit de

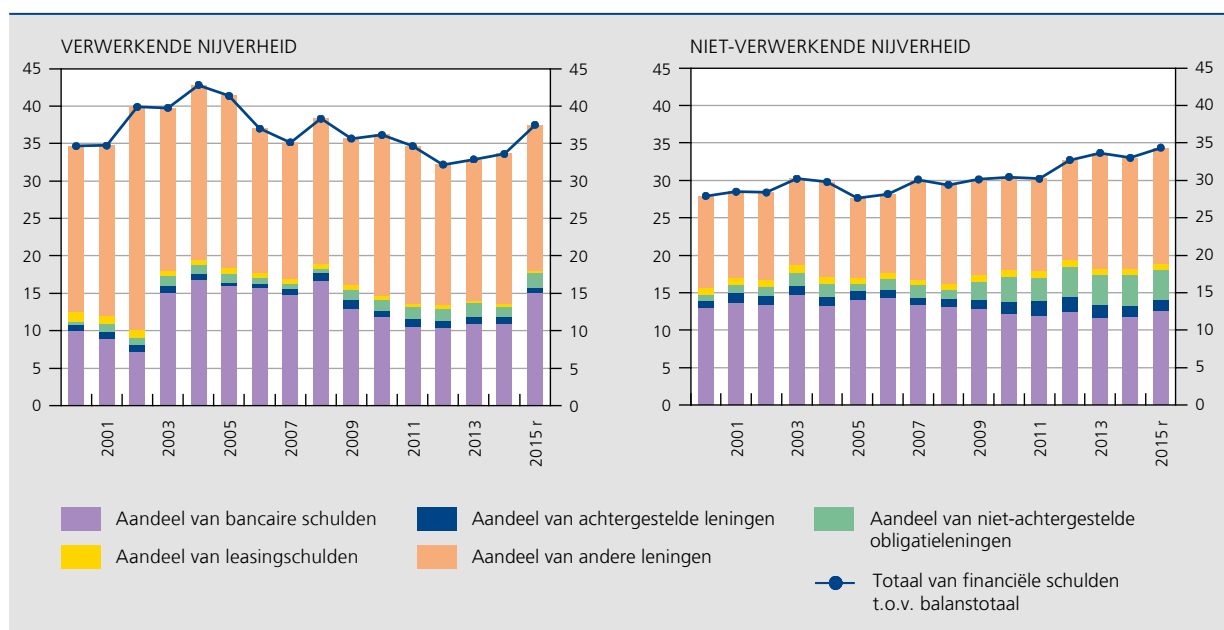
niet-verwerkende nijverheid omdat de eerstgenoemde over relatief minder kasequivalenten beschikken (grafiek 15) en een groter deel van hun balanstotaal door middel van financiële schulden financieren. Het betreft in hoge mate 'andere leningen' (grafiek 16), dat zijn vooral intragroepsleningen. Vanaf 2005 vertoont hun netto financiële schuldratio een neerwaarts verloop, grotendeels doordat ze steeds minder een beroep doen op bankkredieten. Als gevolg van de 'belastingaftrek voor risicokapitaal' kunnen ze immers meer buitenlands kapitaal naar België aantrekken. Uit de raming voor 2015 blijkt echter dat de geglobaliseerde netto financiële schuldratio voor de grote industriële ondernemingen toegenomen is, terwijl de mediaanwaarde verder blijft dalen (grafiek 15). Dat is voornamelijk toe te schrijven aan de oprichting van een dochtervennootschap door een zeer grote farmaceutische onderneming. Die oprichting werd gefinancierd door beschikbare kasequivalenten, enerzijds, en door extra bankschulden, anderzijds, dit laatste mede dankzij de in 2015 verlaagde kosten van bankkredieten (rechterdeel grafiek 14).

Uit grafiek 16 blijkt dat grote ondernemingen zich niet enkel extern via bankkredieten financieren, maar steeds meer een beroep gaan doen op 'andere leningen' (dat zijn leningen verkregen via groepsgebonden vennootschappen). Na de financiële crisis zoeken ook zij

alternatieven via de uitgifte van bedrijfsobligaties, wat vooral duidelijk is bij de vennootschappen uit de niet-verwerkende nijverheid. Enkele grote ondernemingen uit de elektriciteitssector, maar ook sommige grote bedrijven uit de telecommunicatie, de kleinhandel en de farmaceutische bedrijfstak doen daar in hoge mate een beroep op.

Uit tabel 14 blijkt dat de geglobaliseerde netto financiële schuldratio het laagst is in de farmaceutische bedrijfstak; in 2012 en 2014 was ze zelfs negatief. Een negatieve ratio betekent dat de farmaceutische ondernemingen aan de hand van hun liquide middelen en geldbeleggingen op korte termijn hun financiële schulden onmiddellijk kunnen terugbetalen. Dat is niet verrassend aangezien ze veel cash genereren en de bedrijfstak bekend staat om zijn lage schuldratio. De toename van de geraamde ratio in 2015 was toe te schrijven aan het uitgeven van kasequivalenten en – zoals vermeld – het aangaan van supplementaire financiële schulden voor de financiering van een nieuw opgerichte dochteronderneming door een grote farmaceutische onderneming. Die ontwikkeling bepaalt in hoge mate de stijging van de geglobaliseerde ratio voor de totale industrietak. Ook de ondernemingen uit de metaalverwerkende nijverheid, de groothandel en de handel in motorvoertuigen (in 2015 respectievelijk 10,2 %, 11,7 % en 11,6 %) hebben een lage netto financiële schuldratio aangezien ze relatief

GRAFIEK 16 UITSPLITSING VAN HET GEWICHT VAN DE FINANCIËLE SCHULDEN TEN OPZICHTE VAN HET BALANSTOTAAL VOOR GROTE ONDERNEMINGEN (in %)



Bron: NBB

TABEL 14 GEGLOBALISEERDE NETTO FINANCIËLE SCHULDRATIO OP HET NIVEAU VAN DE BEDRIJFSTAKKEN, VOOR GROTE ONDERNEMINGEN

(in %)

	Netto financiële schuldratio				Aandeel 'balanstotaal' in 2015 r
	2012	2013	2014	2015 r	
Verwerkende nijverheid	25,5	26,1	26,0	29,1	32
waarvan:					
Landbouw en voedingsnijverheid	36,7	35,2	33,9	32,6	5
Textiel, kleding en schoeisel	20,5	15,4	12,5	12,0	0
Hout, papier en drukkerijen	23,6	37,5	35,4	27,2	1
Chemische nijverheid	29,2	28,5	31,7	27,3	8
Farmaceutische nijverheid	-4,3	0,0	-8,4	5,0	4
Ijzer- en staalnijverheid	24,4	23,6	21,8	19,7	2
Metaalverwerkende nijverheid	10,1	8,6	9,8	10,2	4
Niet-verwerkende bedrijfstakken	23,9	25,2	24,5	24,5	68
waarvan:					
Handel in motorvoertuigen	14,5	11,9	12,9	11,6	2
Groothandel	15,3	13,2	12,2	11,7	11
Kleinhandel	20,8	20,0	19,0	17,9	3
Vervoer en opslag	16,7	17,0	18,8	18,6	7
Accommodaties en maaltijden	22,2	21,9	23,2	26,3	1
Informatie en communicatie	31,1	33,1	32,3	32,1	4
Exploitatie van en handel in onroerend goed ..	38,6	40,4	40,9	41,5	6
Diensten aan ondernemingen	18,4	15,1	13,3	13,7	11
Energie, water en afval	30,1	30,4	30,4	33,8	13
Bouwnijverheid	16,7	18,5	17,6	22,1	4
Totaal	24,4	25,5	25,0	26,0	100

Bron: NBB.

minder financiële schulden aangaan en over meer kasequivalenten beschikken.

De geglobaliseerde netto financiële schuldratio blijft continu hoog in de bedrijfstak 'verhuur en handel in onroerende goederen'. Ondernemingen in de vastgoedsector hadden over de periode 2012-2015r immers een vrij hoge financiële schuldgraad van gemiddeld 48,5%, terwijl deze laatste in diezelfde periode voor een gemiddeld grote onderneming 33% bedroeg.

De industrietakken met het grootste aandeel in het balanstotaal zijn de chemie en de voedingsnijverheid. In de chemie had de daling van de geschatte geglobaliseerde netto financiële schuldratio in 2015 voornamelijk te maken

met het toegenomen gewicht van de kasequivalenten in het balanstotaal. De grotere reserves kunnen wijzen op toekomstige investeringen of eventueel op grotere behoeften aan werkkapitaal in de chemische nijverheid. In de voedingsnijverheid is de gedaalde geglobaliseerde ratio toe te schrijven aan een geringer gewicht van de financiële schulden in het balanstotaal. Voor de gezamenlijke verwerkende nijverheid laat de raming van de geglobaliseerde ratio voor 2015 nochtans een toename optekenen, grotendeels vanwege het verloop in de farmaceutische nijverheid (zie hierboven).

De voornaamste bedrijfstakken in de niet-verwerkende nijverheid vertonen in 2015, in termen van balanstotaal, een divergerend verloop zodat de geglobaliseerde

ratio voor de niet-verwerkende nijverheid in haar geheel constant blijft. De branche 'energie, water en afval' ziet haar geglobaliseerde netto financiële schuldratio stijgen doordat een belangrijke elektriciteits- en gasleverancier zijn liquide middelen aanspreekt om een zeer hoog dividendbedrag uit te betalen. In de groothandel loopt de ratio lichtjes terug als gevolg van een relatieve toename van de liquide middelen in die bedrijfstak. De geraamde geglobaliseerde netto financiële schuldratio van de bouwsector nam in 2015 toe omdat een belangrijke bouwfirmat van onderzese pijpleidingen een meerderheidsparticipatie verwierf die grotendeels werd gefinancierd via groepsleningen.

3.3 Kredietrisico

De ECB keurde in 2015 het In-house Credit Assessment Systeem (ICAS)⁽¹⁾ van de Bank goed. Dat systeem wordt voortaan gebruikt om de kredietkwaliteit van de Belgische niet-financiële ondernemingen te beoordelen in het kader van het monetair beleid van het Eurosysteem. Die kredietkwaliteit meet het risico op wanbetaling. Per bedrijfstak kan er een risicoindicator worden berekend. Grafiek 17 toont, voor verscheidene branches, het verloop van de kwartielen (eerste kwartiel, mediaan en derde kwartiel) van het sectorspecifieke kredietrisico voor kmo's en grote ondernemingen. De kwartaaldata geven het verloop weer vanaf medio 2012 tot het derde kwartaal van 2016. Het kredietrisico wordt hoger geschat naarmate de bovenste lijn (het derde kwartiel) en de onderste lijn (het eerste kwartiel) hoger liggen.

Uit de grafiek kan worden afgeleid dat de kans op wanbetaling voor de kmo's meer gespreid, en dus groter, is dan bij de grote ondernemingen. Zo liepen de grote ondernemingen in de farmaceutische nijverheid over de periode 2012-2016 het kleinste kredietrisico, met een toename van het derde kwartiel in 2016 hoewel de mediaanwaarde zeer laag bleef. Vanwege de vrij kleine populatie van grote ondernemingen in de farmaceutische nijverheid⁽²⁾, is de verhoogde waarde van het derde kwartiel in 2016 niet zorgwekkend. De kans op wanbetaling in het eerstvolgende jaar blijft in de bewuste bedrijfstak bijzonder klein. Ook in de chemie, de voedingsnijverheid en de branche 'energie, water en afval' hebben de grote ondernemingen een relatief klein kredietrisico. In de horeca lopen zowel de kmo's als de grote ondernemingen een relatief hoog wanbetalingsrisico.

(1) Zie <https://www.ecb.europa.eu/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html>.

(2) Het betreft 30 grote ondernemingen met een financiële schuld in 2016.

In 2015 verkleinde bij de kmo's het risico op wanbetaling. Volgens de meest recente gegevens blijft dit verkleind kredietrisico in de eerste drie kwartalen van 2016 behouden.

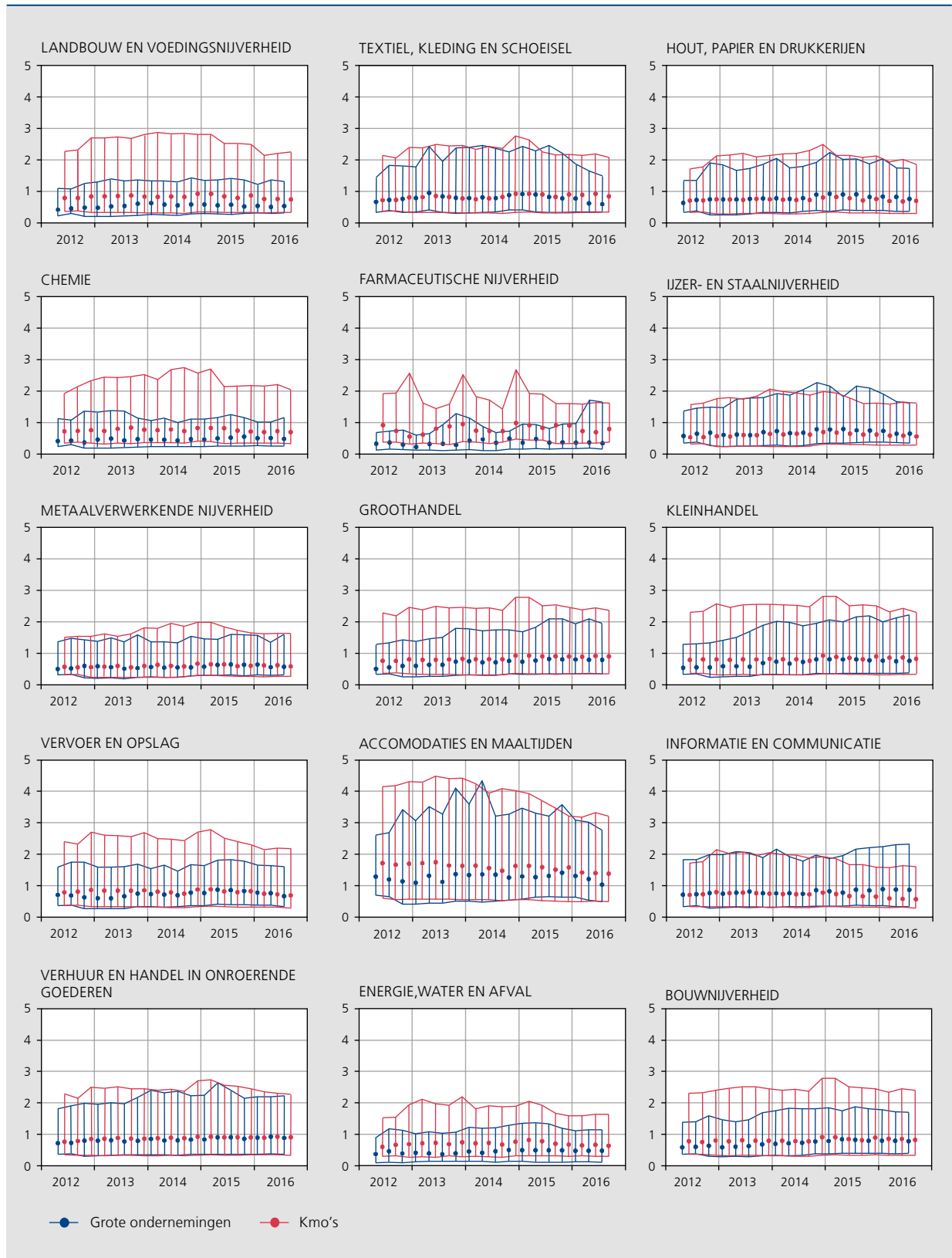
De hierboven vermelde vaststellingen op basis van het verloop van het kredietrisico bevestigen grosso modo de resultaten op basis van de ratioanalyse in de voorgaande paragrafen: zo doet de hogere zelffinancieringsgraad van grote ondernemingen inderdaad vermoeden dat grote ondernemingen een kleiner kredietrisico hebben, wat door grafiek 17 wordt bevestigd. Ook het feit dat de grote ondernemingen in de farmaceutische nijverheid hun activiteit in mindere mate financieren door middel van financiële schulden wijst erop dat die bedrijven een geringer kredietrisico lopen. Daarbij zij ook opgemerkt dat bij de berekening van de indicator van het kredietrisico meerdere ratio's worden gecombineerd en dat die berekening in sommige gevallen zelfs wordt aangevuld met een expertanalyse. In tegenstelling tot de ratio's, die uitsluitend worden berekend op basis van de jaarrekeningen, is de risicoindicator ook voor recentere periodes beschikbaar, wat dit type van indicator een duidelijk voordeel biedt en de klassieke analyse zodoende kan verrijken.

Besluit

Net als in de partnerlanden van het eurogebied, profiteerde de Belgische economie in 2015 van een relatief gunstige omgeving, wat zich vertaalde in een groei van de toegevoegde waarde met 3,9% voor het geheel van de niet-financiële ondernemingen uit onze populatie. Deze toename was duidelijk krachtiger dan die van de voorgaande jaren. Volgens de jaarrekeningen van de grote ondernemingen, is die groei voor het derde opeenvolgende jaar vooral toe te schrijven aan de daling van het bedrag van de aankopen, terwijl dat van de verkopen opnieuw terugliep.

Tegelijk bleef de stijging van de personeelskosten gematigd, onder meer tegen de achtergrond van de blokkering van de conventionele loonaanpassingen, de lage inflatie en de door de regering vanaf 1 april 2015 ingevoerde indexsprong. Ook de toename van de afschrijvingen bleef duidelijk onder het langetermijn gemiddelde, wat bevestigt dat de ondernemingen al verscheidene jaren voorzichtigheid aan de dag leggen bij hun investeringen. Die situatie blijkt onder meer uit de investeringsgraad voor de materiële vaste activa, die volgens alle maatstaven en in elke bedrijfstak op een historisch laag niveau blijft. Voor de laatste twee beschouwde jaren herstelt de mediaanratio zich evenwel licht, zowel voor de kmo's als voor de grote ondernemingen, wat erop wijst dat heel wat ondernemingen opnieuw investeringsinspanningen

GRAFIEK 17 KREDIETRISICO VOLGENS BEDRIJFSTAK EN BEDRIJFSGROOTTE



Bron: ICAS

leveren. Deze kleine heropleving is wellicht toe te schrijven zijn aan de lage rentestand, de omvang van de kasreserves of de hoge bezettingsgraad van het productievermogen in de verwerkende nijverheid.

Samen met de meer uitgesproken toename van de toegevoegde waarde, leidde de matige kostenstijging tot een duidelijke verbetering van het bedrijfsresultaat in 2015 (+13%, tot € 35 miljard), nadat dit gedurende vier jaar zeer stabiel was gebleven. Tegen lopende prijzen bereikte het bedrijfsresultaat van de ondernemingen vrijwel opnieuw de piek die vóór het uitbreken van de financiële crisis was opgetekend (€ 35 miljard in 2007),

In tegenstelling tot de langetermijntendens, stegen de resultaten tijdens de laatste twee beschouwde jaren het snelst in de verwerkende nijverheid, in het bijzonder wat betreft het bedrijfsresultaat. Het herstel van de industriële ondernemingen vond plaats ondanks de afname van de verkoopbedragen. De aankoopbedragen liepen immers sterker terug, als gevolg van de algemene daling van de prijzen voor grondstoffen en energiedragers, die op haar beurt grotendeels was toe te schrijven aan de nieuwe vertraging van de economie in de opkomende landen. Logischerwijs zijn de industrietakken die sinds twee jaar de meest significante stijgingen van de resultaten te zien geven, ook de meest grondstoffenintensieve, namelijk de chemische nijverheid, de ijzer- en staalnijverheid, de petrochemie en de raffinage.

Hoewel het effect van de daling van de grondstofprijzen ook gevoeld werd in de voornaamste niet-verwerkende bedrijfstakken, was de impact er veel beperkter, gelet op het veel minder belangrijke aandeel van de grondstoffen in hun aankopen, die vooral bestaan uit verbruiksgoederen, verbruikte hulpstoffen en handelsgoederen. De dynamiek in de niet-verwerkende branches was tevens meer gevarieerd en afhankelijk van takgebonden eigenheden. Zo leunden de tendensen in de groothandel vrij dicht aan bij die in de industrie, wegens de nauwe banden tussen de beide bedrijfstakken en doordat sommige groothandelaars deels industriële of verwante activiteiten uitoefenen. In de kleinhandel, daarentegen, zijn de verkopen weliswaar blijven toenemen samen met de versterking van de particuliere consumptie, maar is de toegevoegde waarde slechts zeer licht gestegen: de marges stonden immers nog steeds onder druk, in een nog altijd sterk concurrentiële omgeving. De kleinhandel werd bovendien gekenmerkt door een omvangrijke herstructurering bij een van de voornaamste distributeurs, hetgeen zich vertaalde in hogere voorzieningen waardoor het bedrijfsresultaat afnam.

Voorts komen in het artikel de specifieke kenmerken van de bouwnijverheid aan bod. De totale resultaten van deze bedrijfstak blijken in hoge mate te zijn beïnvloed door de weg- en waterbouw, en meer in het bijzonder door de baggerwerkzaamheden en de waterbouwprojecten, die vooral worden uitgevoerd door (zeer) grote ondernemingen. De uitsplitsing van de toegevoegde waarde volgens ondernemingsgrootte wijst uit dat er structurele verschillen bestaan tussen de grote ondernemingen en de kmo's van deze bedrijfstak. Zo zijn de grote bouwondernemingen veel actiever in de weg- en waterbouw (waarvan meer dan de helft in baggerwerkzaamheden en waterbouwprojecten) en in de algemene bouw. Omgekeerd zijn de kmo's veel sterker gericht op installatiewerkzaamheden (zoals elektriciteit, loodgieterswerk, verwarming, ventilatie en isolatie) en de afwerking van gebouwen (zoals schrijnwerk, vloerafwerking en behangen, schilderen en glaszetten). Die verschillen tussen de twee categorieën van ondernemingen sorteren een significant effect op het verloop van hun resultatenrekening, want de marktvoorwaarden verschillen aanzienlijk van de ene deelsector tot de andere: de ondernemingen uit de weg- en waterbouw zijn deels afhankelijk van de internationale omgeving en van het binnenhalen van specifieke overheidsopdrachten; bovendien besteden ze, zoals in de algemene bouw, doorgaans een aanzienlijk gedeelte van hun contracten uit. De kmo's die zich inlaten met installatiewerkzaamheden en de afwerking van gebouwen zijn veel meer afhankelijk van de binnenlandse vraag en treden regelmatig op als onderaannemer.

De rentabiliteitsratio's waarin geen rekening wordt gehouden met de financiële inkomsten uit participaties – dat zijn de nettoverkoopmarge en de nettorentabiliteit van de bedrijfsactiva – laten in 2015r voor de grote ondernemingen een beperkte toename optekenen, vooral in de verwerkende nijverheid. De kmo's hebben een vrij hoge rentabiliteit dankzij de ruimere marges in de bedrijfstak 'diensten aan ondernemingen' waarin 20% van de kmo's actief is. Die categorie ondernemingen tekent de afgelopen jaren een vrij constant niveau op. Kmo's zijn immers minder conjunctuurgevoelig vanwege minder gericht op industriële activiteiten en internationale handel.

De rentabiliteit van de grote ondernemingen trekt in 2015r voorzichtig aan, maar de geglobaliseerde investeringsgraad blijkt niet te volgen, hoewel zulks nochtans cruciaal is voor het groeipotentieel van de ondernemingen. De stelling dat beperkte investeringen het gevolg zijn van stevige dividenduitkeringen werd getoetst en niet bevestigd. Van alle grote ondernemingen keert gemiddeld 22% een dividend uit, waarvan 45% een winstaandeel betaalt dat groter is dan hun vrije kasstroom. Vennootschappen die tot wel vier

opeenvolgende jaren een winstaandeel betalen dat groter is dan de vrije kasstroom zijn ondernemingen die, in vergelijking met de totale populatie van grote ondernemingen, een gunstige economische rentabiliteit en een voldoende hoge investeringsgraad hebben. Ze zijn kennelijk wel verplicht om naast het uitgeven van kasequivalenten, ook voor een deel van de dividendvergoeding financiële schulden aan te gaan. Ondernemingen die gedurende meer dan vier jaar op rij een dergelijk uitkeringsbeleid voeren, zijn economisch minder rendabel, vernieuwen minder hun materiële vaste activa en moeten meer financiële schulden aangaan om het winstaandeel te kunnen uitbetalen. Het aantal ondernemingen dat zich in een dergelijke situatie bevindt, blijkt beperkt.

Vanaf 2005 zagen de grote industriële ondernemingen hun geglobaliseerde financiële onafhankelijkheidsgraad fors toemenen dan de grote ondernemingen uit de niet-verwerkende nijverheid, vermoedelijk omdat meerdere grote industrieën inmiddels – naast hun primaire industriële productieactiviteit – een supplementaire coördinatietaken gingen vervullen waarbij ze voor de groep de rol van financieel centrum op zich namen als gevolg van de ‘belastingaftrek voor risicokapitaal’. Vanaf 2012 werd bij de grote ondernemingen een stagnatie opgetekend omdat de notionele interestaftrek toen jaar op jaar verminderde. Ook bij de kmo’s nam de financiële onafhankelijkheid langzaam toe door de aantrekkelijkheid van de notionele interestaftrek, die kmo’s bovendien een verhoogd tarief toekent.

Sinds 2008 nemen de gemiddelde rentelasten vrijwel continu af in alle ondernemingen ongeacht de bedrijfs-grootte, wat overeenstemt met het verloop van de gewogen gemiddelde kosten die Belgische banken aanrekenen

op nieuwe bedrijfskredieten en met de evolutie van het rendement van de bedrijfsobligaties.

De geglobaliseerde netto financiële schuldratio voor kmo’s loopt over de periode 2000-2015r terug: dat komt deels doordat de kmo’s het gewicht van hun kasequivalenten hebben verhoogd en deels doordat ze na de financiële crisis het gewicht van hun financiële schulden hebben afgebouwd. Kmo’s beschikken over relatief meer liquide middelen en geldbeleggingen op korte termijn dan grote ondernemingen. Het aanleggen van die reserves kan wijzen op het minder vlot verkrijgen van nieuwe kredieten. De grote industrieën hebben een netto financiële schuldratio die sinds 2005 terugloopt omdat ze steeds minder een beroep doen op bankkredieten, vermits ze meer buitenlands kapitaal van de groep naar België konden aantrekken als gevolg van de belastingaftrek voor risicokapitaal. Grote ondernemingen financieren zich niet enkel extern via bankkredieten, maar ook via de uitgifte van bedrijfsobligaties en intragroepsleningen. Dit laatste type van externe financiering is zeer belangrijk bij de industriële ondernemingen. De farmaceutische nijverheid heeft een erg lage netto financiële schuldratio aangezien die bedrijfstak veel cash genereert en bekend staat om zijn lage schuldratio. De vastgoedsector vertoont een constant hoge ratio vanwege zijn hoge financiële schuldgraad.

Het In-house Credit Assessment Systeem (ICAS) kan voor Belgische niet-financiële vennootschappen het risico op wanbetaling binnen het eerstvolgende jaar beoordelen. De bevindingen ter zake bevestigen grosso modo de op de ratioanalyse gebaseerde resultaten uit de vorige paragrafen. In 2015 werd het risico op wanbetaling bij de kmo’s kleiner. Volgens de meest recente gegevens blijft dat verkleinde kredietrisico in de eerste drie kwartalen van 2016 behouden.

BIJLAGEN

Bijlage 1

SECTORALE GROEPERINGEN

	Afdelingen NACE-BEL 2008
Verwerkende nijverheid	10-33
waarvan:	
Landbouw- en voedingsnijverheid	10-12
Textiel, kleding en schoeisel	13-15
Hout, papier en drukkerijen	16-18
Chemische nijverheid	20
Farmaceutische nijverheid	21
IJzer- en staalnijverheid	24-25
Metaalverwerkende nijverheid	26-30
Niet-verwerkende bedrijfstakken	01-09, 35-82, 85.5 en 9⁽¹⁾
waarvan:	
Handel in auto's	45
Groothandel ⁽²⁾	46
Kleinhandel ⁽²⁾	47
Vervoer en opslag	49-53
Accommodatie en maaltijden	55-56
Informatie en communicatie	58-63
Exploitatie van en handel in onroerend goed	68
Diensten aan ondernemingen ⁽³⁾	69-82
Energie, water en afval	35-39
Bouwnijverheid	41-43

(1) Ongerekend 64, 65, 70100, 75, 94, 98 en 99.

(2) Met uitzondering van de handel in auto's en motorfietsen.

(3) Met uitzondering van de activiteiten van hoofdkantoren (70100).

Bijlage 2

INVESTERINGSGRAAD VOOR DE MATERIËLE VASTE ACTIVA, PER BEDRIJFSTAK

(globalisaties, in %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 r
Verwerkende nijverheid	22,2	20,2	22,2	24,1	21,6	23,0	23,3
waarvan:							
Landbouw- en voedingsnijverheid	28,4	21,7	21,8	22,5	24,1	23,1	25,2
Textiel, kleding en schoeisel	17,8	18,5	22,8	21,3	22,4	26,7	23,4
Hout, papier en drukkerijen	19,4	18,5	16,9	18,6	17,7	20,1	18,8
Chemische nijverheid	14,9	18,8	23,2	31,2	22,6	26,1	22,8
Farmaceutische nijverheid	37,9	22,9	25,8	25,1	22,7	18,8	18,2
Ijzer- en staalnijverheid	19,9	18,6	21,4	19,8	17,0	22,2	22,6
Metaalverwerkende nijverheid	22,8	21,2	21,4	20,6	17,4	22,0	21,1
Niet-verwerkende bedrijfstakken	18,7	16,5	18,3	16,0	17,6	15,9	13,8
waarvan:							
Handel in auto's	20,6	23,9	23,1	21,6	18,9	20,8	20,5
Groothandel ⁽¹⁾	21,9	21,9	23,9	22,5	22,3	20,8	20,1
Kleinhandel ⁽¹⁾	22,3	22,1	23,1	22,9	20,8	21,1	21,2
Accommodatie en maaltijden	15,4	15,9	16,1	15,6	13,7	13,6	12,6
Informatie en communicatie	21,1	18,7	24,0	24,6	27,6	29,2	24,1
Exploitatie van en handel in onroerend goed	10,6	9,8	13,1	10,0	10,3	10,9	9,3
Diensten aan ondernemingen	27,3	26,8	31,4	28,5	24,2	27,0	25,3
Energie, water en afval	17,4	13,0	11,8	10,9	17,3	9,9	7,7
Bouwnijverheid	27,0	22,9	25,8	20,9	18,4	19,8	18,3
Totaal	19,3	17,0	18,9	17,1	18,2	16,8	15,0

Bron: NBB.

(1) Ongerekend handel van motorvoertuigen. De ramingen voor de kleinhandel in 2013 zijn gecorrigeerd voor meerwaarden op de verkoop van aandelen, die worden geboekt als overige bedrijfsopbrengsten in plaats van als uitzonderlijke opbrengsten.

Bijlage 3

DETAIL VAN DE EXPLOITATIEREKENING VOOR EEN SELECTIE VAN BEDRIJFSTAKKEN, GROTE ONDERNEMINGEN

(in € miljoen)

	2013	2014	2015 r	Verskil 2015-2013
Verwerkende nijverheid				
Bedrijfsopbrengsten (+)	222 683	221 488	216 512	-6 171
Handelsgoederen, grond- en hulpstoffen (-)	145 389	142 649	133 867	-11 522
Diensten en diverse goederen (-)	34 898	35 232	37 451	+2 553
Toegevoegde waarde	42 396	43 607	45 194	+2 798
Personeelskosten (-)	25 887	25 816	25 803	-84
Afschrijvingen en waardeverminderingen ⁽¹⁾ (-)	8 011	8 298	7 882	-129
Overige bedrijfskosten (-)	1 602	1 381	1 384	-218
Nettobedrijfsresultaat	6 896	8 113	10 125	+3 229
Groothandel				
Bedrijfsopbrengsten (+)	202 236	199 653	192 583	-9 652
Handelsgoederen, grond- en hulpstoffen (-)	167 675	164 926	155 377	-12 297
Diensten en diverse goederen (-)	16 556	16 659	17 983	+1 427
Toegevoegde waarde	18 006	18 067	19 223	+1 218
Personeelskosten (-)	9 674	9 627	9 651	-23
Afschrijvingen en waardeverminderingen ⁽¹⁾ (-)	2 319	1 752	1 733	-586
Overige bedrijfskosten (-)	3 073	3 135	3 359	+286
Nettobedrijfsresultaat	2 940	3 554	4 481	+1 541
Belangrijkste overige marktdiensten⁽²⁾				
Bedrijfsopbrengsten (+)	151 096	157 492	166 016	+14 920
Handelsgoederen, grond- en hulpstoffen (-)	81 732	84 122	88 116	+6 384
Diensten en diverse goederen (-)	28 819	30 644	32 893	+4 073
Toegevoegde waarde	40 545	42 726	45 007	+4 462
Personeelskosten (-)	25 614	26 832	28 038	+2 424
Afschrijvingen en waardeverminderingen ⁽¹⁾ (-)	7 491	8 656	9 574	+2 083
Overige bedrijfskosten (-)	1 420	1 533	1 534	+115
Nettobedrijfsresultaat	6 021	5 705	5 860	-160
Bouwnijverheid				
Bedrijfsopbrengsten (+)	27 185	27 953	28 810	+1 625
Handelsgoederen, grond- en hulpstoffen (-)	16 185	16 777	17 136	+951
Diensten en diverse goederen (-)	4 103	4 381	4 538	+435
Toegevoegde waarde	6 897	6 796	7 136	+239
Personeelskosten (-)	4 500	4 624	4 700	+200
Afschrijvingen en waardeverminderingen ⁽¹⁾ (-)	757	756	788	+31
Overige bedrijfskosten (-)	337	224	272	-65
Nettobedrijfsresultaat	1 303	1 192	1 376	+73

Bron: NBB.

(1) Op materiële vaste activa, immateriële vaste activa en oprichtingskosten (rubriek 630).

(2) Namelijk de som van de kleinhandel, de diensten aan ondernemingen, informatie- en communicatieactiviteiten, handel in auto's, vastgoed en horeca.

Bijlage 4

DEFINITIE VAN DE RATIO'S

	Rubrieken toegewezen	
	in het volledig schema	in het verkort schema
1. Investeringsgraad materiële vaste activa		
Teller (T)	8169 + 8229 – 8299	8169 + 8229 – 8299
Noemer (N)	8199P + 8259P – 8329P	8199P + 8259P – 8329P
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
8169 + 8229 – 8299 > 0 ⁽¹⁾		
2. Nettoverkoopmarge		
Teller (T)	9901 + 9125	9901 + 9125
Noemer (N)	70 + 74 – 740	70
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio:		
Verkorte schema's: 70 > 0		
3. Nettorentabiliteit van de totale activa vóór belastingen en schuldenlasten, ongerekend het uitzonderlijk resultaat		
Teller (T)	9904 + 650 + 653 – 9126 + 9134 – 76 + 66	9904 + 65 – 9126 + 67/77 – 76 + 66
Noemer (N)	20/58	20/58
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
4. Nettorentabiliteit van het eigen vermogen, vóór belastingen, ongerekend het uitzonderlijk resultaat		
Teller (T)	9904 – 76 + 66 + 9134	9904 – 76 + 66 + 9134
Noemer (N)	10/15	10/15
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
10/15 > 0 ⁽¹⁾		
5. Nettorentabiliteit van de bedrijfsactiva		
Teller (T)	9901	9901
Noemer (N)	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1	20 + 21 + 22/27 + 3 + 40/41 + 490/1
Ratio = T/N × 100		
Voorwaarden voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		

(1) Voorwaarde geldig voor het berekenen van de mediaan, maar niet voor de geglobaliseerde gegevens.

DEFINITIE VAN DE RATIO'S (vervolg)

	Rubrieken toegewezen	
	in het volledig schema	in het verkort schema
6. Graad van financiële onafhankelijkheid		
Teller (T)	10/15	10/15
Noemer (N)	10/49	10/49
Ratio = $T/N \times 100$		
7. Gemiddelde rentelasten van de financiële schulden		
Teller (T)	650	65 – 9125 – 9126
Noemer (N)	170/4 + 42 + 43	170/4 + 42 + 43
Ratio = $T/N \times 100$		
Voorwaarde voor het berekenen van de ratio:		
Boekjaar van 12 maanden		
8. Netto financiële schuldratio		
Teller (T)	170/4 + 43 + 8801 – 54/58 – 50/53	170/4 + 43 + 42 – 54/58 – 50/53
Noemer (N)	20/58	20/58
Ratio = $T/N \times 100$		

Bijlage 5

MEDIAANWAARDEN VAN ENKELE KASSTROOMRUBRIEKEN VOOR BEDRIJVEN DIE DIVIDENDEN UITKEREN

(in € duizend)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 ⁽¹⁾
	(mediaanbedrijf 1)								
Operationele kasstroom	835	845	968	891	750	782	782	747	776
Investeringskasstroom	-140	-140	-105	-103	-119	-120	-100	-98	-105
Vrije kasstroom	428	404	560	483	363	429	420	416	419
Dividend	427	450	450	450	415	400	466	400	405
Nettowinst	631	586	535	566	531	524	453	467	504
Wijziging in cash equivalenten	9	2	9	8	0	1	1	4	9
Balanstotaal	8 183	8 143	7 965	7 928	7 626	7 942	7 689	7 559	7 874
	(mediaanbedrijf 2)								
Operationele kasstroom	303	303	302	327	289	255	312	286	273
Investeringskasstroom	-207	-200	-148	-143	-169	-188	-141	-152	-161
Vrije kasstroom	-22	-18	3	30	-4	-5	29	10	-5
Dividend	500	500	500	500	476	435	598	502	480
Nettowinst	630	565	529	557	511	505	433	454	486
Wijziging in cash equivalenten	-59	-91	-75	-94	-91	-93	-66	-46	-70
Balanstotaal	8 794	8 671	8 401	8 602	8 455	8 040	7 905	8 189	7 986

Bron: NBB.

(1) Data met betrekking tot 2015 zijn enkel gebaseerd op de populatie die op 10 september 2016 beschikbaar was.

Summaries of articles

Economic projections for Belgium – Autumn 2016

The article presents the new macroeconomic projections for Belgium, produced by the Bank as part of the Eurosystem forecasting exercises.

Despite an environment affected by manifold – primarily political – uncertainties, the global economy has appeared to recover somewhat in recent months and is set to gain momentum from 2017. The medium-term growth prospects for the euro area are favourable and stable: according to the Eurosystem projections, the volume of GDP will expand by around 1.6 -1.7 % over the period 2017-2019.

In Belgium, growth was down slightly in 2016 at 1.2 % and is expected to strengthen somewhat in 2017 to 1.4 % before reaching 1.6 % in 2018 and 1.5 % in 2019. Investment and private consumption are likely to be the main factors supporting growth in the medium term. Households should benefit both from renewed wage growth and from the measures to cut taxes, that should bolster their disposable income. Firms should continue to invest steadily thanks to the improving outlook for demand and continuing extremely favourable financing conditions.

The very positive dynamic on the labour market – that has been evident for more than two years – is set to continue, albeit at a more moderate pace. Some 120 000 new jobs are likely to be created over the next three years, implying a decrease in the unemployment rate from 8.2 % this year to 7.6 % by 2019. HICP inflation will have averaged 1.8 % in 2016, mainly backed by the increase in indirect taxes and factors affecting inflation in services. Over the period 2017-2019, Belgian inflation is projected to average 2 %. The public deficit should fall to 2.3 % of GDP in 2017 (from 3.0 % in 2016), notably as a result of the consolidation measures announced, but will hardly improve at all thereafter.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

Helicopter money and debt-financed fiscal stimulus: basically the same thing?

The article sheds light on helicopter money's effectiveness in stimulating activity and bringing inflation back to target, in particular compared to the expected effect of a conventional debt-financed fiscal stimulus, while also drawing attention to the risks and limitations of such a policy option. It does not seek to either examine in detail the possible modalities for implementing such a policy or to broach the related legal aspects, and starts by providing an overview of what mechanisms proponents of this policy typically put forward to explain its effectiveness after which it resorts to an integrated analysis of the central bank and government balance sheet to investigate these claims in more detail. From that analysis, it appears that helicopter money very much looks like financing public expenditure via the issuance of short-term government debt. The article then goes on to explain how helicopter money might nevertheless be more effective

than conventional debt-financed fiscal expansions in a low-rate and low-growth environment. A key conclusion seems to be that allowing inflation to rise is the main, if not only, power that central banks have to generate resources. A final section also briefly discusses a major possible complication of this policy option, which is the danger, even if it is remote, of creating a spiral of hyperinflation. In this context, the article also emphasises the need for sufficient initial central bank equity, strong coordination between the central bank and the government, as well as appropriate communication for helicopter money to be effective.

JEL codes: E52, E58, E62

Key words: helicopter money, debt-financed fiscal policy, base money, central bank reserves, government debt, central bank capital, hyperinflation

Socio-economic transitions on the labour market: a European benchmarking exercise

The dynamics of the unemployment rate can be seen as the outcome of movements in the inflow into unemployment (i.e. the job separation rate) and movements of the outflow from unemployment (i.e. the job-finding rate).

The article describes those rates during the period 1998-2014 for seven countries (Belgium, Denmark, France, Germany, Spain, Sweden and United Kingdom), estimated on the basis of the harmonised labour force surveys. In all those countries, the job separation rate largely explains the variability of the unemployment rate. The job-finding rate also contributes to that variability, but is not the driving force except in France and Spain.

The multivariate analysis reveals that education and age are important determinants, apart from the business cycle. The job-finding rate appears to be very low in Belgium compared to the other examined countries, although that is due in part to a statistical phenomenon.

JEL codes: J21, J60, J82, E24

Key words: labour markets dynamics, job separation rate, outflow rate to employment, harmonised European microdata

Three Regions, three economies ?

Are the production structures in the Flemish, Walloon and Brussels Regions interconnected, or conversely, do they tend to function independently of one another? The article shines a light on trade between the three Regions and assesses the size of the regional barriers that exist in Belgium. Establishing a trade relationship with a firm located in a different Region does in fact entail an additional cost. The estimates indicate that a Flemish firm faces an implicit barrier equivalent to 10 km when wishing to make a sale to a Walloon firm. A Walloon supplier seeking a Flemish trade customer is confronted by an implicit barrier of 30 km.

The presence of interregional barriers does not prevent trade between the Regions. Half of all firms in Belgium sell to trade customers in another Region. Overall, each Region is involved in the export trade of the other two Regions. Moreover, 7% of Flemish value added is invested or consumed by households or public authorities in the other two Regions. For Flanders, the Walloon market alone is comparable in size to the German or French market, and larger than the Dutch market. For Wallonia and Brussels, the interregional market absorbs 9% and 40% respectively of the value added created. It accounts for a bigger share than the German and French markets taken together. In that connection, the authors draw attention to the striking contrast between the foreign markets served by Flanders and those of Wallonia.

JEL codes: F15, L14, L16, R12, R15

Key words: interregional trade, non-tariff trade barriers, input-output, firm networks

Findings from the European survey on wage-setting

The article presents the main results of the 2014 survey on European firms' wage-setting practices over the period 2010-2013, within the framework of the Wage Dynamics Network (WDN), an ESCB research project network. The survey, which covers 25 countries, constitutes a very wide-ranging database that can shed some light on firms' perception of the labour market, and on their reactions during the economic and financial crisis. It enables an analysis of the various channels for adjustment (wages, staff numbers, prices, etc.) open to firms when confronted with demand shocks or problems gaining access to finance. The article also identifies different domains where a number of rigidities are still being pointed up, despite the various labour market reforms that have been implemented over the period under review.

JEL codes: D21, E31, J31

Key words: survey, wages, employment

The sustainability of public finances in the context of population ageing

In virtually every country in the world, populations are growing considerably older, a development known as ageing. That process is farthest advanced in the industrialised countries. In Belgium, too, the population is ageing and that will continue in the coming decades owing to expansion of the older population and a temporary decline in the population of working age.

These demographic developments have a huge impact on society. For instance, economic growth slows down owing to the temporary decline in the population of working age. In addition, there is a strong upward pressure on public expenditure relating to pensions, health care and care of the elderly as a result of the steep rise in the number of pensioners. This demographic change therefore brings serious social and economic challenges, including in the sphere of public finances.

The article describes these challenges and investigates how the government can respond, including via an appropriate fiscal policy, an economic policy that encourages growth, and reforms in the sphere of pensions and health care, in order to maintain sound public finances in the long term.

JEL codes: H0, H3, H5, H6, J1

Key words: sustainability, demographics, ageing, health expenditure, public finances, budgetary surveillance

The transmission mechanism of new and traditional instruments of monetary and macroprudential policy

On 13 and 14 October 2016, the National Bank of Belgium held its ninth academic conference on the theme "The transmission mechanism of new and traditional instruments of monetary and macroprudential policy". The article discusses a range of conference outcomes, grouped into three themes. The first section focuses on the impact of monetary policy measures on financial stability. These spillover effects of monetary and macroprudential policies are important for deciding on an efficient allocation of objectives and instruments in the two policy domains. Section 2 covers the transmission and efficiency of (macro)prudential instruments. Changes in prudential capital requirements are found to have steeply diverging effects depending on the characteristics of individual banks. The institutions at greatest risk are effectively also the most restrained by these measures, while any undesirable costs arising from lending restrictions were found to be limited. The third section summarises the findings on the transmission of unconventional monetary policy measures. Here too, the relevant instruments have managed to reach the financial institutions that most needed the additional funding. There are few signs that such capital injections are encouraging excessive risk behaviour, even at less robust institutions. A more rigorous regulatory framework may have helped to ensure this stability.

JEL codes: E44, E52, E58, G21

Key words: monetary policy, macroprudential policy, monetary transmission mechanism

Financial structure and results of firms in 2015

The article looks at the financial situation of non-financial corporations in Belgium over the period from 1 January to 31 December 2015. After briefly describing the methodology and the population studied, it presents an extrapolation of the main operating result items for 2015, with a sectoral, regional and size breakdown. The article then assesses the financial situation of companies as regards profitability, solvency, dividend payout policy as well as credit risk.

JEL codes: G30, G33, G35, L60, L80

Key words: firms' results, financial structure, financial leverage, credit risk, sectoral analysis, regional analysis, dividend policy

Abstracts from the Working Papers series

301. The European Payments Union and the origins of Triffin's regional approach towards international monetary integration, by I. Maes, I. Pasotti, September 2016

Robert Triffin (1911-1993) played an important role in the international monetary debates in the postwar period. He was known as one of the main advocates of a multipolar international monetary system. In the paper, the authors analyse the origins of Triffin's "regional" approach towards international monetary integration. They argue that Triffin's experience with the European Payments Union (EPU) played a crucial role here. Triffin was not only an "architect" of the EPU, but the EPU also led to an important shift in Triffin's view of the geography of the international monetary system. Before his work on the EPU, Triffin thought of the international economy as being composed of two geographical entities: national economies and the world economy. With his work on the EPU, he introduced a third geographical entity: the region. The EPU thus came to be at the heart of Triffin's advocacy of a regional approach towards international monetary integration. Moreover, while Triffin was initially quite positive on the IMF, he became, through his EPU experience, more critical of the IMF and its worldwide approach.

302. The transmission mechanism of credit support policies in the Euro Area, by J. Boeckx, M. de Sola Perea, G. Peersman, October 2016

The authors use an original monthly dataset of 131 individual euro area banks to examine the effectiveness and transmission mechanism of the Eurosystem's credit support policies since the start of the crisis. First, they show that these policies have indeed been successful in stimulating the flow of credit from banks to the private sector. Second, the authors find support for the «bank lending view» of monetary transmission. Specifically, the policies have had a greater impact on the supply of loans from banks that are more constrained to obtain unsecured external funding, i.e. small banks (size effect), banks with less liquid balance sheets (liquidity effect), banks that depend more on wholesale funding (retail effect) and low-capitalised banks (capital effect). The role of bank capital is, however, ambiguous. Besides the above favourable direct effect on loan supply, lower levels of bank capitalisation at the same time mitigate the size, retail and liquidity effects of the policies. The drag on the other channels has even been dominant during the sample period, i.e. better capitalised banks have on average responded more to the credit support policies of the Eurosystem as a result of more favourable size, retail and liquidity effects.

303. Bank capital (requirements) and credit supply: Evidence from pillar 2 decisions, by O. De Jonghe, H. Dewachter, S. Ongena, October 2016

The authors analyse how time-varying bank-specific capital requirements affect banks' balance sheet adjustments as well as bank lending to the non-financial corporate sector. To do so, they relate pillar 2 capital requirements to bank balance sheet data, a fully documented corporate credit register and firm balance sheet data. Their analysis consists of three components. First, the authors examine how time-varying bank-specific capital requirements affect banks'

balance sheet composition. Subsequently, they investigate how capital requirements affect the supply of bank credit to the corporate sector, both on the intensive and extensive margin, as well as for different types of credit. Finally, they document how bank characteristics, firm characteristics and the monetary policy stance impact the relationship between bank capital requirements and credit supply.

304. Monetary and macroprudential policy games in a monetary union, by R. Dennis, P. Illbas October 2016

The authors use the two-country model of the euro area developed by Quint and Rabanal (2014) to study policy-making in the European Monetary Union (EMU). In particular, they focus on strategic interactions: 1) between monetary policy and a common macroprudential authority, and 2) between an EMU-level monetary authority and regional macroprudential authorities. In the first case, price stability and financial stability are pursued at the EMU level, while in the second case, each macroprudential authority adopts region-specific objectives. The authors compare cooperative equilibria in the simultaneous-move and leadership solutions, each obtained assuming policy discretion. Further, the authors assess the effects on policy performance of assigning shared objectives across policy-makers and of altering the level of importance attached to various policy objectives.

305. Forward guidance, quantitative easing, or both?, by F. De Graeve, K. Theodoridis, October 2016

During the great recession, numerous central banks implemented various unconventional monetary policy measures. The paper aims to empirically evaluate two particular types of unconventional policy (forward guidance and quantitative easing) in a structural manner. The primary aim is to evaluate the policies jointly, to mitigate concerns that empirical evaluation of either policy in isolation is prone to at least partially absorb the effects of the other – typically simultaneously implemented – policy. The approach is structural to overcome inherent empirical difficulties in evaluating policies, e.g. in the wake of anticipation. The model is estimated for the US (1975-2015) and sheds light on the historical real effects of the government debt maturity structure as well as the contribution of Fed policy through its maturity policy during the crisis.

306. The impact of sectoral macroprudential capital requirements on mortgage loan pricing: Evidence from the Belgian risk weight add-on, by S. Ferrari, M. Pirovano, P. Rovira Kaltwasser, October 2016

In December 2013, the National Bank of Belgium introduced a sectoral capital requirement aimed at strengthening the resilience of Belgian banks against adverse developments in the real estate market. The paper assesses the impact of this macroprudential measure on mortgage lending spreads. Their results indicate that affected banks reacted heterogeneously to the introduction of the measure. Specifically, mortgage-specialised and capital-constrained banks increase mortgage lending spreads by a greater amount. As expected, the impact of the measure on mortgage loan pricing has been rather modest in economic terms.

307. Assessing the role of interbank network structure in business and financial cycle analysis, by J.Y. Gnabo, N.K. Scholtes, October 2016

The authors develop a DSGE model incorporating a banking sector comprising four banks connected in a stylised network representing their interbank exposures. The micro-founded framework allows *inter alia* for endogenous bank defaults and bank capital requirements. In addition, they introduce a central bank which intervenes directly in the interbank market through liquidity injections. Model dynamics are driven by standard productivity as well as banking sector shocks. In their simulations, the authors incorporate four different interbank network structures: Complete, cyclical and two variations of the core-periphery topology. Comparison of interbank market dynamics under the different topologies reveals a strong stabilising role played by the complete network while the remaining structures show a non-negligible shock propagation mechanism. Finally, the authors show that central bank interventions can counteract negative banking shocks with the effect depending again on the network structure.

308. [The trade-off between monetary policy and bank stability](#), by M. Lamers, F. Mergaerts, E. Meuleman, R. Vander Vennet, October 2016

The paper investigates how monetary policy interventions by the European Central Bank and the Federal Reserve affect the stock market perception of bank systemic risk. In a first step, the authors identify monetary policy shocks using a structural VAR approach by exploiting the changes of the volatility of these shocks on days on which there are monetary policy announcements. The second step consists of a panel regression analysis, in which the authors relate monetary policy shocks to market-based measures of bank systemic risk. Their sample includes information on both Euro Area and U.S. listed banks, covering a sample period from October 2008 to December 2015. The authors condition the impact of the monetary policy shocks on a set of bank-specific variables, thereby allowing for a heterogeneous transmission of monetary policy. They furthermore use the differences between Euro Area core and periphery countries and the additional granularity of U.S. accounting data to assess which channels determine the transmission of monetary policy. Their results indicate that by supporting weaker banks and allowing banks to delay recognising bad loans, accommodative monetary policy may contribute to the build-up of vulnerabilities in the banking sector and may make eventual policy tightening more difficult. On the other hand, a continuation of expansionary monetary policy may increase risk-taking incentives by further compressing banks' net interest margins.

309. [The response of euro area sovereign spreads to the ECB unconventional monetary policies](#), by H. Dewachter, L. Iania, J. Ch. Wijnandts, October 2016

The authors analyse variations in sovereign bond yields and spreads following unconventional monetary policy announcements by the European Central Bank. Using a two-country, arbitrage-free, shadow-rate dynamic term structure model (SR-DTSM), they decompose countries' yields into expectation and risk premium components. By means of an event study analysis, the authors show that the ECB's announcements reduced both the average expected instantaneous spread and risk repricing components of Italian and Spanish spreads. For countries such as Belgium and France, the ECB announcements impacted primarily the risk repricing component of the spread.

310. [The interdependence of monetary and macroprudential policy under the zero lower bound](#), by V. Lewis, S. Villa, October 2016

The paper considers the interdependence of monetary and macroprudential policy in a New Keynesian business cycle model under the zero lower bound constraint. Entrepreneurs borrow in nominal terms from banks and are subject to idiosyncratic default risk. The realised loan return to the bank varies with aggregate risk, such that bank balance sheets are affected by higher-than-expected firm defaults. Monetary and macroprudential policies are defined by an interest rate rule and a capital requirement rule, respectively. The authors first characterise the model's stability properties under different steady-state policies. They then analyse the transmission of a risk shock under the zero lower bound and different macroprudential policies. Finally, they investigate whether these policies are in fact optimal.

311. [The impact of exporting on SME capital structure and debt maturity choices](#), by E. Maes, N. Dewaelheyns, C. Fuss, C. Van Nulle, October 2016

Using a longitudinal dataset comprising of detailed financial and exporting data from Belgian small and medium-sized enterprises (SME) between 1998 and 2013, the article examines the way in which firms manage to finance their export activities and the resulting impact on corporate capital structure. The authors find that exporters have to finance relatively more working capital than their non-exporting peers and that they meet this financing need by carrying more short-term debt. In addition, the authors find evidence that the relationship between pledgeable short-term assets, such as working capital, and short-term debt financing is more pronounced for exporters. In particular, they show that the ties between pledgeable short-term assets and short-term debt financing are stronger for export-intensive firms and firms that serve distant and risky export destinations. Overall, what their empirical findings seem to suggest is that developing tools which facilitate the pledging of assets is likely to boost SME export activities by widening access to bank financing and reducing financial constraints.

312. Heterogeneous firms and the micro origins of aggregate fluctuations, by G. Magerman, K. De Bruyne, E. Dhyne, J. Van Hove, October 2016

The paper evaluates the impact of idiosyncratic productivity shocks to individual firms on aggregate output. Two sources of firm-level heterogeneity contribute to aggregate fluctuations: (i) asymmetries in supplier-buyer relationships and (ii) the skewed distribution of sales to final demand. The authors first develop a model with monopolistic competitive firms and derive a generalised centrality measure that takes these two sources of heterogeneity into account. The model is subsequently estimated using unique data on firm-to-firm transactions across all economic activities in Belgium. The model generates aggregate volatility from micro origins in the same order of magnitude as observed volatility in GDP. The top 100 firms contribute to 90% of the volatility generated by the model, underlining a strong granularity of the economy. Counterfactual analysis further shows that both sources of micro heterogeneity contribute substantially to aggregate fluctuations, while the relative contribution of each channel crucially depends on the labour share in the economy.

313. A dynamic factor model for forecasting house prices in Belgium, by M. Emiris, October 2016

The paper forecasts the residential property price index in Belgium with a dynamic factor model (DFM) estimated with a dataset of macroeconomic variables describing the Belgian and euro area economy. The model is validated with out-of-sample forecasts which are obtained recursively over an expanding window over the period 2000q1-2012q4. The author illustrates how the model reads information from mortgage loans, interest rates, GDP and inflation to revise the residential property price forecast as a result of a change in assumptions for the future paths of these variables.

314. Belgium and Europe in the monetary turmoil of the seventies, by I. Maes, S. Péters: Conversations with Jacques van Ypersele, December 2016

Jacques van Ypersele de Strihou is a discreet person but well-known in Belgian and international political and economic circles. After an outstanding academic career at the Universities of Namur, Leuven and Louvain and then at Yale in the United States where he gained a PhD, he started out his professional life as an official at the International Monetary Fund. He then returned to Belgium where he held important posts in various Finance Ministers' cabinets. He played a major role in European and international monetary negotiations, notably in his capacity as President of the European Monetary Committee when the European Monetary System was being set up. Later, as head of Prime Minister Wilfried Martens' cabinet, he was one of the architects of the 1982 devaluation of the Belgian franc. Discretion and modesty prevented Jacques van Ypersele from talking about himself much. He took some convincing before agreeing to be interviewed. The end result was these three interviews which took place at his home between June and October 2015 which he re-read the following summer.

Conventionele tekens

%	procent
cf.	confer
enz.	enzovoort
m.a.w.	met andere woorden
p.m.	pro memorie
r	raming van de Bank
t.o.v.	ten opzichte van

Lijst van afkortingen

Landen

BE	België
DE	Duitsland
EE	Estland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
CY	Cyprus
LT	Litouwen
LU	Luxemburg
LV	Letland
MT	Malta
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
SI	Slovenië
SK	Slowakije
FI	Finland
EA	Eurogebied
BG	Bulgarije
CZ	Tsjechië
DK	Denemarken
HR	Kroatië
HU	Hongarije
PL	Polen
RO	Roemenië
SE	Zweden
UK	Verenigd Koninkrijk
EU	Europese Unie
JP	Japan
US	Verenigde Staten

Andere

ADS	Algemene Directie Statistiek
APP	Asset purchase programme – Programma voor de aankoop van activa
BBP	Bruto Binnenlands Product
BEGAAP	Belgian Generally Accepted Accounting Principles
BISA	Brussels Instituut voor Statistiek en Analyse
BRICS	Brazilië, Rusland, India, China en Zuid-Afrika
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CBN	Commissie voor boekhoudkundige normen
CBS	Copenhagen Business School
CPB	Centraal Planbureau
CV	Curriculum vitae
DSGE	Dynamic Stochastic General Equilibrium
EAK	Enquête naar de arbeidskrachten
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
EU-SILC	EU-statistiek naar de inkomens en levensomstandigheden
FEBIAC	Belgische federatie van de auto- en tweewielerindustrie
FG	Forward guidance
FOD	Federale Overheidsdienst
FPB	Federaal Planbureau
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
HWWI	Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut
ICAS	In-house Credit Assessment System
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de nationale rekeningen
IRB	Interneratingbenadering
IWEPS	Institut wallon de l'évaluation, de la prospective et de la statistique
IZW	Instelling zonder winstoogmerk
KMO	Kleine of middelgrote onderneming
kWh	Kilowattuur
LTRO	Langerlopende herfinancieringstransactie
NACE	Nomenclatuur van de economische activiteiten van de Europese Gemeenschap
NACE-BEL	Nomenclatuur van de economische activiteiten van de Europese Gemeenschap, Belgische versie
NBB	Nationale Bank van België
NCPI	Nationale consumptieprijsindex
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OIS	Overnight index swap

OLO	Lineaire obligatie
OMT	Outright monetaire transacties
OPEC	Organisatie van olie-exporterende landen
PIT	Point-in-Time
QE	Quantitative easing
R&D	Research and Development
RSZ	Rijksdienst voor Sociale Zekerheid
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
SCvV	Studiecommissie voor de Vergrijzing
SMP	Securities Markets Programme – Programma voor de effectenmarkten
S&P	Standard & Poor's
SREP	Supervisory Review and Evaluation Process – Procedure van prudentiële toetsing en evaluatie
SVAR-model	Structural vector autoregressive model
SVR	Studiedienst van de Vlaamse Regering
TLTRO	Targeted longer-term refinancing operation – gerichte langerlopende herfinancieringstransactie
UCL	Université catholique de Louvain
VWEU	Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie
WCO	Wet betreffende de continuïteit van de ondernemingen
WDN	Wage Dynamics Network
WIOD	World Input-Output Database

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



Verantwoordelijk uitgever

Jan Smets

Gouverneur

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

Contactpersoon voor het Tijdschrift

Luc Dufresne

Secretaris-generaal

Tel. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91
luc.dufresne@nbb.be

© Illustraties: Nationale Bank van België
Omslag en opmaak: NBB AG – Prepress & Image
Gepubliceerd in december 2016

