

Economisch Tijdschrift

Juni 2015



© Nationale Bank van België

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

ISSN 1371 - 1229

Inhoud

ECONOMISCHE PROJECTIES VOOR BELGIË – VOORJAAR 2015	7
HET VERBAND TUSSEN ECONOMISCHE GROEI EN WERKGELEGENHEID	31
DECOMPOSITIE VAN HET VERLOOP VAN DE ECARTS OP OVERHEIDSPAPIER IN HET EUROGEBIED	53
ANALYSE VAN HET BELEID TOT SANERING VAN DE BELGISCHE OVERHEIDSFINANCIËN	75
DEFLATIE IN JAPAN, ABENOMICS EN LESSEN VOOR HET EUROGEBIED	99
SUMMARIES OF ARTICLES	125
ABSTRACTS FROM THE WORKING PAPERS SERIES	129
CONVENTIONELE TEKENS	133
LIJST VAN AFKORTINGEN	135

Economische projecties voor België – Voorjaar 2015

Inleiding

Sinds de afsluitdatum van de in december 2014 gepubliceerde najaarsprognoses is de externe omgeving voor de Belgische economie grondig gewijzigd. Zo is de olieprijs niet uitgebodemd zoals verwacht, maar in een versneld tempo verder afgenomen. Ondanks de stijgende trend sinds het begin van de lente, is olie, zowel in Amerikaanse dollar als in euro uitgedrukt, nu duidelijk goedkoper dan in de najaarsprognoses werd verwacht op basis van de toenmalige termijncontracten op de internationale markten. Daarnaast werd het monetair beleid in het eurogebied, maar ook in enkele andere zones, verder versoepeld. In januari 2015 heeft de ECB besloten het bestaande aankoopprogramma van bepaalde effecten aanzienlijk uit te breiden door vanaf maart 2015 ook obligaties van de overheidssector aan te kopen. Ze heeft zich voorgenomen tot september 2016 gecombineerde aankopen van private activa en overheidsactiva ten belope van € 60 miljard per maand uit te voeren en in ieder geval tot de Raad van Bestuur van de ECB een aanhoudende verandering in het inflatieverloop kan vaststellen die in overeenstemming is met zijn doelstelling om op middellange termijn een inflatiecijfer van beneden, maar dicht bij 2 % te realiseren.

Onder meer ten gevolge van die nieuwe monetairbeleidskoers en de verwachtingen daaromtrent zijn er belangrijke bewegingen geweest op de financiële markten. Enerzijds is de waarde van de euro vooral sinds begin 2015 verder fors afgenomen, wat zich bv. uit in een dollarkoers die voor het eerste kwartaal van 2015 zowat 10 % lager lag dan het peil waarvan was uitgegaan voor de najaarsprognoses. Anderzijds zijn de marktrenterarieven nog verder gedaald tot ongewoon lage niveaus en werd die afname ook in ruimere mate dan daarvoor doorgerekend in de tarieven die gelden voor leningen

van gezinnen en ondernemingen. Tegelijkertijd zijn de beurzen sinds begin dit jaar sterk geklommen. Het forse herstel op de financiële markten werd wel gevolgd door een periode van grote volatiliteit begin mei, toen de obligatiekoersen een scherpe daling vertoonden en ook de aandelenkoersen, zowel in Europa als elders, een beperkte correctie lieten optekenen. Ook de euro is sinds midden april weer wat duurder geworden. Deze recente ontwikkelingen kunnen suggereren dat de initiële reactie van de financiële markten op de kwantitatieve verruiming van de ECB in bepaalde mate overtrokken was maar ook dat de marktverwachtingen betreffende de toekomstige groei en inflatie in het eurogebied, in vergelijking met die in andere zones, stilaan toenemen. Het recente verloop van de rente en van de wisselkoers van de euro en de samenhang met het monetair beleid worden meer uitvoerig toegelicht in Kader 1 van dit artikel.

De groeivoorzichten voor het eurogebied zijn sinds de najaarsprognoses inderdaad verbeterd, zoals o.m. blijkt uit de door de ECB in maart 2015 gepubliceerde update van die ramingen. De recentste kwartaalstatistieken bevestigen ook dat het herstel van de Europese economie zich doorzet. Volgens de eerste flashraming heeft de groei in het eurogebied in het eerste kwartaal van dit jaar verder aan kracht gewonnen; uit de eerste indicaties blijkt dat onder meer te danken aan een sterk aantrekkende particuliere consumptie. Bovendien wordt de Europese groei breder gedragen: ook de Franse en de Italiaanse economie, die in de voorbije kwartalen nagenoeg waren gestagneerd, laten nu bijvoorbeeld een hogere groei optekenen terwijl in Cyprus een einde is gekomen aan de diepe recessie. Daartegenover staat dat de bedrijvigheid in een aantal kleinere eurolanden, zoals Griekenland en bepaalde Baltische landen, nog is gekrompen. De onzekerheid over de uitkomst van de

onderhandelingen met de internationale schuldeisers in het eerste geval en de geopolitieke spanningen met Rusland in het tweede geval spelen daarbij ongetwijfeld een rol.

Het iets krachtiger herstel van de Europese economie moet worden gezien als een inhaalbeweging, die te maken heeft met de sterke koersdaling van de euro en positieve vertrouwenseffecten, waarbij vooral de particuliere consumptie relatief sterk lijkt te zijn opgeveerd ten gevolge van de gunstige impact van de gedaalde olieprijsen op de reële gezinsinkomens. Op wereldvlak zijn de groeivoorzichten daarentegen niet opwaarts herzien. Het groeitempo in enkele belangrijke geavanceerde landen is zelfs duidelijk afgenomen, terwijl de vertraging in bepaalde opkomende economieën, waaronder China, groter is dan verwacht. Bovendien lijken de internationale handelsstromen in duidelijk mindere mate te worden aangedreven door de groei: de handelsintensiteit van de mondiale groei blijft, zoals reeds aangegeven in de najaarsprognoses, opmerkelijk laag.

De binnenlandse beleidsomgeving is nauwelijks veranderd in vergelijking met de najaarsprognoses. De in het federale regeerakkoord van oktober 2014 aangekondigde maatregelen waren immers al zowat integraal in deze vooruitzichten opgenomen. De beperkte wijzigingen houden vooral verband met nieuwe informatie betreffende de precieze tenuitvoerlegging van bepaalde maatregelen. Zo wordt het activeringsbeleid voor de oudere werklozen en de werklozen met bedrijfstoeslag geleidelijk ingevoerd dan eerder aangekondigd, wat inhoudt dat de beroepsbevolking (en de werkloosheidsgraad) in januari 2015 niet abrupt stijgen, zoals in de najaarsprognoses werd aangenomen. Verder wordt in deze ramingen rekening gehouden met een iets hogere loongroei in 2016, op basis van het ontwerp van interprofessioneel akkoord van januari 2015 dat is bekrachtigd door de federale regering. Ten slotte is ook de indexsprong op een wat andere manier en later ingevoerd dan voorzien in de najaarsprognoses, maar de geraamde macro-economische effecten blijven nagenoeg ongewijzigd. Het beleid van loonkostenbeheersing leidt meer algemeen ook in deze prognoses tot een belangrijke relatieve verbetering van de concurrentiekracht op het vlak van de kosten voor de Belgische ondernemingen die zijn blootgesteld aan internationale concurrentie.

Tegen die achtergrond wijzen de huidige voorjaarsprognoses, die zijn afgesloten op 20 mei 2015, ook voor België op een aantrekkelijk herstel dat iets krachtiger is dan in de najaarsramingen. De groeiraming is daarbij vooral voor 2015 in beperkte mate naar boven bijgesteld tot 1,2%, al heeft dat ten dele te maken met

een opwaartse herziening door het INR van bepaalde kwartaalgroeistatistieken voor 2014. Volgend jaar zou de groei zoals verwacht opveren tot zowat 1,5% en voor 2017, waarvoor de eerste maal ramingen zijn gemaakt, wordt een beperkte verdere versnelling van de bedrijvigheid verwacht. Hierbij moet worden herinnerd aan de grote onzekerheidsmarge die inherent is aan de ramingen voor verder afgelegen jaren. De aantrekkende groei wordt daarbij hoofdzakelijk geschraagd door een toenemende netto-uitvoer. Dat is niet alleen het gevolg van de gestage toename van de afzetmarkten volgens de gemeenschappelijke technische en externe hypothesen, waarop de ramingen van het Eurosysteem zijn gebaseerd en waarvan de voornaamste worden beschreven in het Kader 2 in de eerste paragraaf van dit artikel, maar houdt ook verband met de verbetering van de concurrentiekracht door het loonmatigingsbeleid. Hoewel dat laatste, zoals vermeld in het artikel van december 2014 over de recentste najaarsprognoses, in eerste instantie op de binnenlandse vraag weegt, wordt de impact op de groei via een stijgende uitvoer op termijn groter.

Het economische herstel en de gunstige impact van de trage groei van de loonkosten tekenen zich ook verder af op de arbeidsmarkt. Over de drie jaren, van 2015 tot 2017, zouden er zowat 94 000 arbeidsplaatsen bijkomen. Dat is ondanks de verder stijgende participatiegraad ruimschoots hoger dan de toename van de beroepsbevolking. De werkloosheidsgraad zou dan ook geleidelijk afkalven tot zo'n 8% in 2017, wat wel nog hoger is dan de gemiddelde werkloosheidsgraad sinds begin deze eeuw.

De inflatie heeft begin dit jaar vooral onder invloed van de forse daling van de energieprijzen een dieptepunt bereikt maar is sinds april 2015 weer positief geworden. Volgens de huidige prognoses zou het gemiddelde inflatietempo dit jaar amper stijgen in vergelijking met 2014 maar zou het vanaf 2016 toenemen tot zowat 1,5%. Door de sterke bewegingen in de volatiele componenten, waar de negatieve impact van de lagere olieprijsen geleidelijk plaatsmaakt voor een beperkte positieve bijdrage aan de inflatie, wijkt dat verloop wel enigszins af van dat van de onderliggende inflatie. Deze laatste, die in de afgelopen maanden al duidelijk is toegenomen, zou tijdens de rest van het jaar eerst nog relatief hoog blijven door de opwaartse impact van de goedkopere euro op de invoerprijzen, wat vooral te merken zou zijn in de prijzen van de industriële goederen. Daarna neemt het onderliggende inflatietempo geleidelijk af tot zowat 1% onder invloed van het heel matige verloop van de loonkosten. Pas in 2017 is de onderliggende inflatietendens weer opwaarts gericht, wat vooral de stijgende loongroei weerspiegelt.

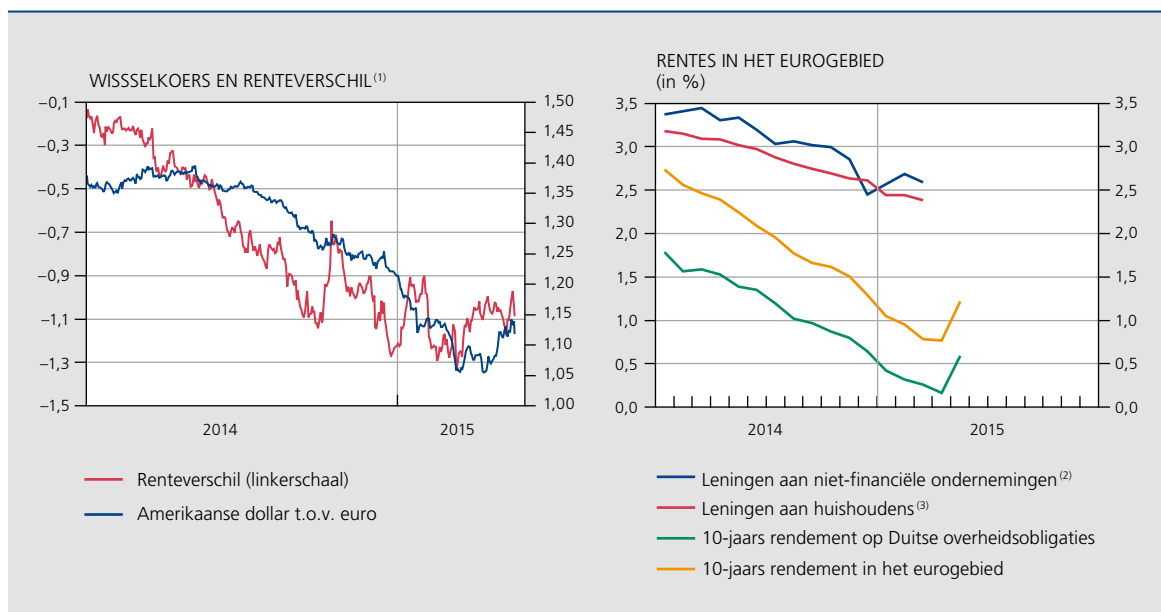
Wat de overheidsfinanciën betreft, zou het begrotings-tekort dit jaar vooral dankzij de lagere rentelasten en, in mindere mate, de consolidatiemaatregelen opnieuw onder de drempel van 3 % bbp uitkomen. Het tekort zou dan volgens de prognoses verder afnemen tot zowat 2 % bbp in 2017, waarbij het wel nog boven de huidige nominale begrotingsdoelstellingen uitkomt. Hierbij moet worden herinnerd aan het feit dat, overeenkomstig de regels voor dergelijke projectieoefeningen van het

Eurosysteem, enkel rekening wordt gehouden met de maatregelen die door de overheid reeds voldoende zijn gepreciseerd en reeds formeel zijn goedgekeurd – of die zeer waarschijnlijk goedgekeurd zullen worden – op 20 mei 2015, de datum dat de oefening wordt afgesloten. Bovendien kunnen de ramingen van de begrotings-impact van bepaalde maatregelen, zoals deze inzake fraudebestrijding, afwijken van de in de begroting opgenomen bedragen.

Kader 1 – De financiële hypothesen voor de projecties en recente monetairbeleidsmaatregelen

De in dit artikel voorgestelde projecties berusten op financiële hypothesen die aanzienlijk verschillen van de aannames die ten grondslag lagen aan de vorige projecties, gepubliceerd in december 2014. In dit Kader wordt nadere toelichting verschaft bij het verloop van twee financiële hypothesen – de in Amerikaanse dollar uitgedrukte wisselkoers van de euro en het peil van de (langere) rente – die cruciaal zijn voor de projecties. Ondanks een sterke stijging vanaf midden april, liepen beide tijdens de voorgaande maanden aanzienlijk terug en staan ze nu op een veel lager peil dan bij de najaarsprognoses van 2014 was aangenomen. Dit neerwaarts verloop tijdens de eerste helft van 2015 past eigenlijk in een tendens op langere termijn, maar houdt ook duidelijk verband met de monetairbeleidsomgeving en vooral met de recente verdere beleidsversoepeling in het eurogebied.

FINANCIËLE HYPOTHESEN



Bronnen: Bloomberg, ECB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Verschil tussen de eenjaars toekomstige rente op daggeldrenteswaps een jaar vooruit in het eurogebied en in de VS. In procentpunt.

(2) Rente op leningen aan niet-financiële ondernemingen met een initiële rentevaste periode van meer dan één tot vijf jaar.

(3) Rente op leningen aan huishoudens voor woningaankopen met een initiële rentevaste periode van meer dan een jaar.

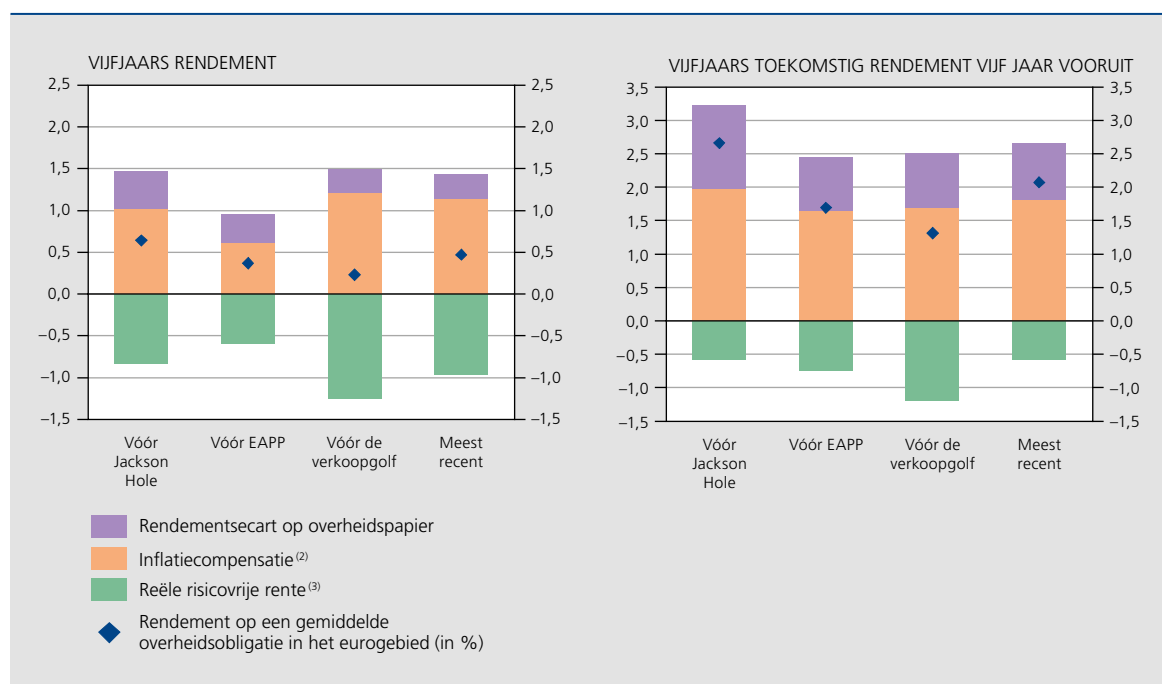


In dat opzicht werden in januari 2015 nieuwe balansmaatregelen (het uitgebreide programma voor de aankoop van activa (Extended Asset Purchase Programme – EAPP)) aangekondigd, die sedert maart 2015 ten uitvoer worden gelegd. Eveneens conform de richtlijnen voor deze projecties, werden deze maatregelen uiteraard niet opgenomen in de projecties van december 2014.

Na twee renteverlagingen, in juni en september 2014, die de beleidsrentetarieven tot historische minima hadden teruggebracht (en de rente op de depositofaciliteit tot een negatief peil), droegen de voornoemde maatregelen bij tot een verdere daling van de marktrentes, en vooral van de rendementen op langerlopende overheidsobligaties. De rendementen op overheidspapier, die al onder druk stonden, onder meer omdat dergelijke maatregelen van de ECB werden verwacht, liepen immers verder terug na de aankondiging van het programma en, opnieuw, bij de eigenlijke aanvang van de aankopen in maart 2015, en bereikten een historisch dieptepunt in de daaropvolgende weken. De sterke daling van de rendementen op overheidspapier – die, samen met andere marktrentes, de referentie vormen voor de prijzen op andere markten – kwam eveneens tot uiting in de bancaire debetrentes. Ook de wisselkoers van de euro werd sterk beïnvloed door het monetaire beleid van het eurogebied. Ten opzichte van de Amerikaanse dollar daalde de euro tussen mei 2014 en mei 2015 aanzienlijk in waarde (met 18%), wegens de steeds grotere verschillen in de renteverwachtingen tussen beide valuta's. Dat is een gevolg van de uiteenlopende monetairbeleidskoers in de twee

DECOMPOSITIE VAN HET RENDEMENTSVERLOOP OP TIENJAARS OVERHEIDSOBLIGATIES IN HET EUROGEBIED ⁽¹⁾

(in procentpunt, tenzij anders vermeld)



Bronnen: Bloomberg, ECB.

(1) Rendement van een samengestelde overheidsobligatie in het eurogebied die alle emittenten van alle ratingcategorieën omvat. Het rendement wordt uitgesplitst als volgt: Rendement in het eurogebied = inflatiecompensatie + reële risicovrije rente + ecart tussen overheidsobligaties in het eurogebied en de risicovrije rente.

(2) Inflatiecompensatie afgeleid van inflatieswaprentes.

(3) OIS-rente, gecorrigeerd voor de inflatiecompensatie voor de overeenkomstige tijdschorsing.

(4) Ecart tussen het rendement op obligaties in het eurogebied en de risicovrije rente (OIS) van de overeenkomstige looptijd.

Vóór Jackson Hole: gemiddelde in de week van 18-22 augustus 2014.

Vóór EAPP: gemiddelde in de week van 12-16 januari 2015.

Vóór de verkoopgolf: gemiddelde in de week van 13-17 april 2015.

Meest recent: gemiddelde in de week van 11-15 mei 2015.



economieën, waarbij de verwachtingen omtrent een verstrakking van het Amerikaanse monetaire beleid samenvielen met die van een verdere accommodatie in het eurogebied.

Rond half april 2015 werden deze tendensen echter onderbroken, zowel wat de rendementen als wat de wisselkoers betreft. In het geval van de wisselkoers ging een lichte appreciatie gepaard met een vermindering van het verschil tussen de renteverwachtingen voor het eurogebied en de VS, aangezien de renteverwachtingen voor het eurogebied enigszins opwaarts en die voor de VS neerwaarts werden herzien.

Rond dezelfde periode werd ook een kentering opgetekend voor de overheidsobligaties in het eurogebied en gingen de rendementen op korte tijd fors omhoog. Terwijl de nominale rendementen in de loop van mei toenamen, wijzigde de samenstelling ervan aanzienlijk. Een uitsplitsing van het rendement op tienjaars overheidsobligaties in het eurogebied in verschillende looptijden en componenten kan licht werpen op de recente tendensen.

Zoals reeds vermeld, kwamen de verwachtingen omtrent verdere accommoderende monetairbeleidsmaatregelen van het Eurosysteem (waarop ECB President Draghi zinspeelde in zijn toespraak in Jackson Hole in augustus 2014) en de daaropvolgende aankondiging en aanvang van het EAPP tot uiting in aanzienlijk lagere nominale rendementen, zowel op korte als op lange looptijden. Aangezien de neerwaartse tendens van de inflatieverwachtingen daarenboven omsloeg na de aankondiging van het EAPP, leidde dat tot een aanzienlijk negatievere reële rente, die gewoonlijk de groeivoorzichten ondersteunt. De veranderingen in de andere determinanten van het rendement op overheidsobligaties in het eurogebied (namelijk het ecart tussen het rendement en de risicovrije rente) waren minder groot en hadden veelal betrekking op een stijging van het negatieve ecart tussen de reële risicovrije rente en het rendement op Duitse Bunds, als gevolg van het relatief beperkte aanbod van deze laatste in verhouding tot de bedragen van de door het Eurosysteem geplande aankopen. Aangezien de inflatieverwachtingen vrijwel gelijk gebleven zijn, werd de recente rentepiek voornamelijk veroorzaakt door een stijging van de impliciete reële rente, vooral in het langeretermijnsegment.

De sterkere stijgingen in het langeretermijnsegment lijken erop te wijzen dat de nominale rente voor kortere looptijden stevig verankerd is gebleven, mede dankzij de forward guidance van de ECB. Het zij tevens opgemerkt dat zowel de nominale als de reële rente op een lager peil blijft dan in de zomer van 2014. Bovendien kan de stijging van de langetermijnrendementen het gevolg zijn van minder negatieve termijnpremies tegen de achtergrond van een marktcorrectie na een zeer sterke opleving, en/of van betere groeivoorzichten op lange termijn, die tevens tot uiting zouden komen in hogere reële rentes in de toekomst. In die zin hoeven deze ontwikkelingen niet noodzakelijk al te negatief te worden geïnterpreteerd.

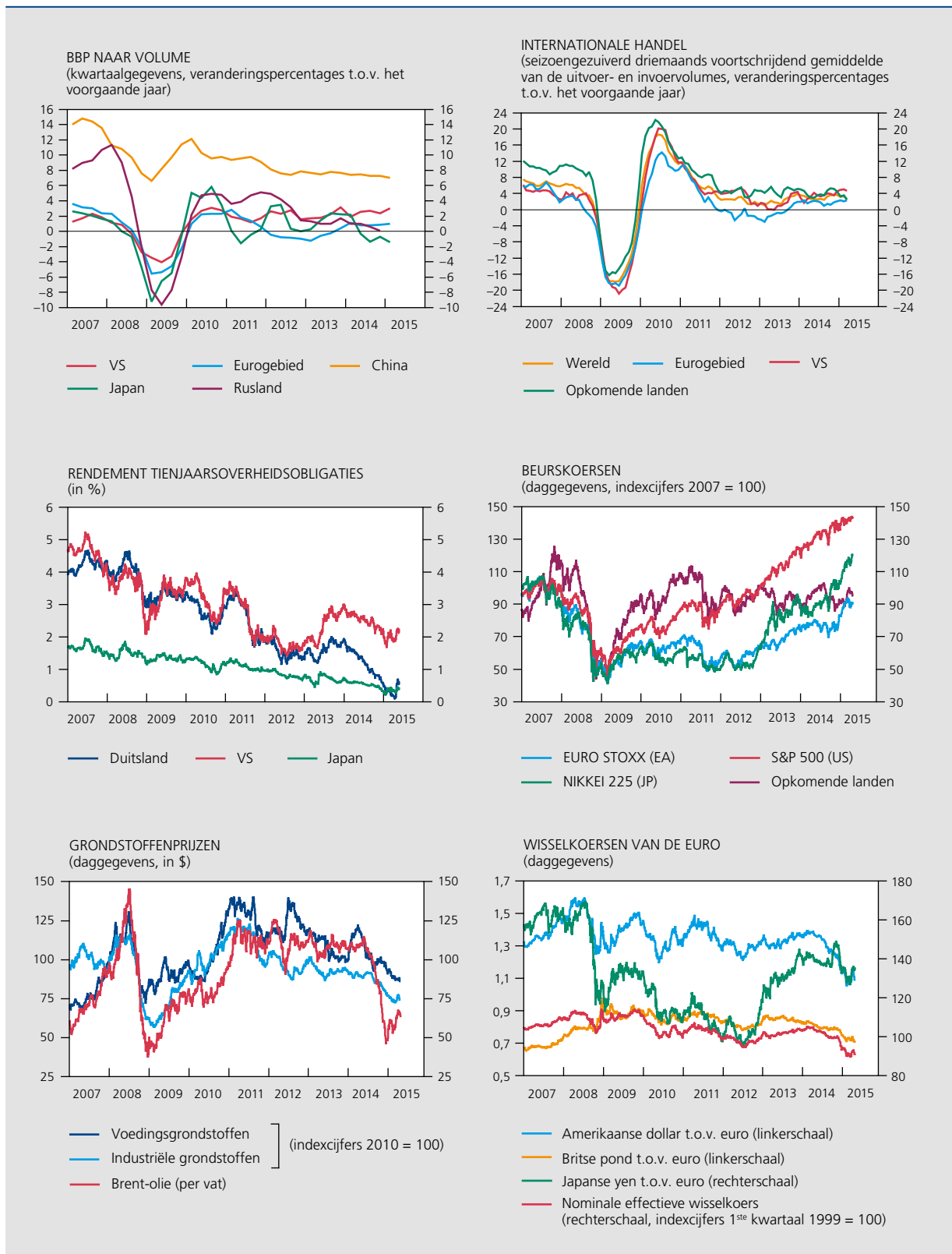
1. Internationale omgeving en hypothesen

1.1 Wereldeconomie

Het ongelijke, gestage herstel van de wereldeconomie zette zich in 2014 en begin 2015 voort. De bedrijvigheid in de geavanceerde economieën trok verder aan. Naast het accommoderende monetaire beleid was de positieve impact van de lagere olieprijs, o.m. op de reële gezinsinkomens en de particuliere consumptie, daarbij in de meeste gevallen een belangrijke ondersteunende factor. De mondiale groei werd evenwel gedrukt door de zwakkere activiteit in een aantal grote opkomende landen en in de olie-exporterende landen. Binnen de groep van de

geavanceerde economieën is de groeidynamiek recent wel enigszins verschoven in het voordeel van het eurogebied.

Na een sterke opleving van de economische bedrijvigheid in de Verenigde Staten in de loop van 2014, kende deze een lichte terugval in het eerste kwartaal van 2015, onder invloed van een sterke dollar en een aantal tijdelijke factoren, zoals een daling in de investeringen in de energiesector en negatieve weersomstandigheden. Niettemin blijft de groei in de Verenigde Staten robuust ten opzichte van de andere geavanceerde landen. Het herstel tekent er zich ook verder af op de arbeidsmarkt met een aanhoudende werkgelegenheids groei en een daling van de werkloosheidsgraad. De gematigde loongroei kan evenwel nog wijzen op een zekere onderbenutting van het arbeidspotentieel, wat ten dele wordt weerspiegeld



Bronnen: CPB Wereldhandelsmonitor, OESO, Thomson Reuters Datastream.

in het aanhoudend hoge aantal onvrijwillig deeltijds werkenden.

In Japan blijft de economische groei erg gematigd. Na de terugval in het tweede en het derde kwartaal, die volgde op de btw-verhoging in april maar scherper uitviel dan verwacht, veerde de bedrijvigheid – op kwartaalbasis – er eind vorig jaar wel weer op, zij het in beperkte mate. In het eerste kwartaal van 2015 ondersteunden het consumentenvertrouwen en de reële loonstijgingen de particuliere consumptie en hervatten de investeringsuitgaven in de verwerkende nijverheid maar de belangrijke bijdrage van de voorraadvorming wijst op een broos herstel. Tegen die achtergrond heeft de regering nieuwe stimuleringsmaatregelen aangekondigd, die de groei samen met de goedkopere yen verder zouden moeten ondersteunen.

Nadat de economische toestand er gedurende het grootste deel van 2014 intrinsiek broos bleef, is de bedrijvigheid in het eurogebied sinds eind vorig jaar opnieuw beginnen aantrekken. Het herstel heeft verder aan kracht gewonnen in het eerste kwartaal van dit jaar, waarvoor de eerste ramingen op een groei met 0,4% op kwartaalbasis wijzen. De economie van het eurogebied trok daarbij ook profijt van de gunstige randvoorwaarden, zoals het uiterst lage rentepeil en de koersval van de euro, die beide in de hand werden gewerkt door de extra beleidsaccommodatie van de ECB in de vorm van de bovenvermelde kwantitatieve verruiming. Volgens de eerste aanwijzingen wordt de aantrekkende groei vooral geschraagd door de binnenlandse vraag en, meer bepaald, de particuliere consumptie. Ook het verbeterde consumentenvertrouwen speelt daarbij een rol. Een sterke en algemene opleving van de investeringen blijft vooralsnog wel uit. Om de aanhoudende zwakte van de investeringen aan te pakken, werd in november vorig jaar door de Europese Commissie een investeringsprogramma – Investment Plan for Europe – aangekondigd dat tot doel heeft € 315 miljard aan nieuwe investeringen te genereren over de komende drie jaar.

De opleving in het eurogebied wordt ook steeds breder gedragen door de verschillende lidstaten. Zo trok de groei in de zogenoemde perifere landen van het eurogebied al in 2014 aan. Daarbij verstevigde de economische bedrijvigheid in Spanje in het eerste kwartaal van 2015 aanzienlijk verder en in Portugal zette het herstel zich eveneens voort. Bovendien nam de bedrijvigheid in Frankrijk, die in 2014 maar zeer matig was gegroeid, in het eerste kwartaal van 2015 fors toe. Ook in Italië, waar de economie er in 2014 nog licht op achteruitging, werd in het eerste kwartaal opnieuw een stijging van het reële bbp gerealiseerd. Daarentegen viel de groei in Duitsland, als ook in Nederland, in het eerste kwartaal enigszins terug

na de forse toenames in het laatste kwartaal van 2014. In Griekenland echter is het economische herstel dat in de eerste drie kwartalen van 2014 was opgetekend, opnieuw afgebroken. De bedrijvigheid in bepaalde Baltische landen heeft dan weer af te rekenen met de negatieve weerslag van de gespannen relaties met Rusland.

De inflatie in het eurogebied, die sinds eind 2011 begon te dalen, nam ook in 2014 verder af. Ze werd, onder invloed van de scherpe daling van de olieprijs, uiteindelijk negatief in december en bereikte in januari 2015 een dieptepunt toen de HICP-index met 0,6% op jaarbasis daalde. Daarna is ze opnieuw licht beginnen te stijgen. Verwacht wordt dat ze de komende maanden nog steeds laag zal blijven, en vanaf het einde van het jaar opnieuw zal toenemen. Deze stijging zou worden ondersteund door de impact van de recente beleidsmaatregelen van de ECB op de vraag, de invloed van de depreciatie van de euro en de naar verwachting geleidelijk weer toenemende olieprijs in de komende jaren.

Hoewel de toestand op de arbeidsmarkt erg zwak blijft in een aantal landen, is een lichte verbetering van de arbeidsmarktsituatie in het eurogebied merkbaar. Bovendien nemen de verschillen tussen de lidstaten geleidelijk af, aangezien de recente toenames in de werkgelegenheid in ruime mate gedragen werden door verbeteringen in de landen met de hoogste werkloosheidspercentages, zoals Spanje, Portugal en Griekenland. Ondanks de stijgende werkgelegenheid en de dalende werkloosheidspercentages, blijft de groei van de lonen in het eurogebied, met uitzondering van Duitsland, echter beperkt.

De bedrijvigheid in de opkomende landen is verder gematigd, hoewel de situatie tussen de landen en regio's onderling sterk verschilt. Terwijl de groei in China vorig jaar licht terugliep, trok deze in India verder aan – hoewel de gunstige cijfers voor India deels het gevolg zijn van methodologische herzieningen in de onderliggende data. India zou hierdoor, indien deze trend zich ook dit jaar doorzet, China overtreffen als belangrijkste groeipool in de groep van de grote opkomende landen. Tegen de achtergrond van afnemende groei-cijfers en een aanhoudende correctie op de woningmarkt, hebben de Chinese autoriteiten maatregelen genomen om de groei te stimuleren. Naarmate de economie evolueert in de richting van een meer duurzame ontwikkeling, zal dit wel naar alle waarschijnlijkheid gepaard gaan met een geleidelijke groeivertraging. In sommige Latijns-Amerikaanse landen heeft de daling van de grondstoffenprijzen sinds medio vorig jaar een negatieve impact gehad op de bedrijvigheid. Terwijl ook de groei in Rusland onder druk kwam te staan door de scherpe daling van de olieprijs, speelden daar ook de geopolitieke spanningen, de internationale sancties en de onrust op de financiële markten eind vorig jaar een belangrijke rol.

TABEL 1 PROJECTIES VOOR DE VOORNAAMSTE ECONOMISCHE ZONES

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

	2013	2014	2015 r	2016 r
	Realisaties		Projecties	
Bbp naar volume				
Wereld	3,3	3,4	3,5	3,9
waarvan:				
Geavanceerde landen	1,3	1,8	2,3	2,5
Verenigde Staten	2,2	2,4	3,1	3,0
Japan	1,6	0,0	1,1	1,4
Europese Unie	0,0	1,4	1,8	2,1
Opkomende landen	4,9	4,6	4,4	5,0
China	7,6	7,4	7,0	6,8
India	6,9	7,2	7,6	7,9
Rusland	1,3	0,6	-3,5	0,2
Brazilië	2,5	0,2	-0,9	1,3
<i>p.m. Wereldinvoer</i>	<i>3,1</i>	<i>2,6</i>	<i>3,8</i>	<i>5,1</i>
Inflatie⁽¹⁾				
Verenigde Staten	1,5	1,6	0,4	2,2
Japan	0,4	2,7	0,5	0,9
Europese Unie	1,5	0,6	0,1	1,5
China	2,6	2,0	2,5	3,0
Werkloosheidsgraad⁽²⁾				
Verenigde Staten	7,4	6,2	5,4	5,0
Japan	4,0	3,6	3,6	3,5
Europese Unie	10,9	10,2	9,6	9,2

Bron: EC.

(1) Consumptieprijsindex.

(2) In % van de beroepsbevolking.

De heropleving van de wereldhandel vanaf medio vorig jaar had tegen begin dit jaar opnieuw iets aan kracht ingeboet, ten gevolge van zwakkere invoervolumes in de opkomende landen, onder meer in China, Rusland en de olie-exporterende landen. Hoewel de mondiale handel naar verwachting zal aantrekken naarmate de economie zich herstelt, zal dit waarschijnlijk in een trager tempo verlopen dan vóór de crisis.

Op de financiële markten zetten de beurskoersen hun opwaartse trend voort, terwijl de wisselkoersen en de rentetarieven verder uiteenliepen tussen de verschillende landen en regio's. De aandelenkoersen in de geavanceerde landen bleven sterk stijgen en bereikten recordhoogtes. Vooral de Europese beurskoersen lieten sinds het begin van het jaar een opmerkelijke toename optekenen,

onder invloed van positief nieuws over de economische situatie in Europa en de belangrijke liquiditeitscreatie. Het rendement op langlopende overheidsobligaties in de geavanceerde landen is, ook al door het heel accommoderend monetair beleid, verder sterk gedaald. Voor de kortere looptijden waren de rendementen zelfs tijdelijk negatief in diverse Europese landen. Ook de risicopremies op hoogrentende overheidsobligaties in de perifere landen van het eurogebied daalden naar hun laagste niveaus sinds de crisis, behalve in Griekenland, waar de onzekerheid over de politieke en financiële situatie zorgde voor een nieuwe verkrapping van de financieringsvoorwaarden. In mei was er wel een periode van grotere volatiliteit op de financiële markten, waarbij de rentetarieven een scherpe stijging en de beurzen een beperkte correctie lieten optekenen.

Ook het verloop op de valutamarkten werd in belangrijke mate getekend door verschillen in het monetair beleid. Zo zakte de euro, vooral vanaf begin 2015, verder weg tegen de achtergrond van de verdere versoepeling van het monetair beleid in het eurogebied die afstak tegen de verwachtingen omtrent het nakende begin van de normalisatie van dat monetair beleid in, vooral, de Verenigde Staten. Ook hier was er in mei een zekere correctie waarbij de euro opveerde t.o.v. de Amerikaanse dollar, ook al omdat de groeiverwachtingen voor de Amerikaanse economie na het zwakke eerste kwartaal neerwaarts werden bijgesteld en de verwachte normalisatie van het monetair beleid wat verder naar de toekomst verschoof.

De grondstoffenprijzen zijn sinds medio vorig jaar sterk gedaald, waarbij vooral de olieprijs spectaculair

terugliepen. Ondanks een lichte toename van de olieprijs in het begin van dit jaar en, meer recent, van de industriële grondstoffen, liggen deze nog steeds op een laag niveau. Hoewel de meer algemene daling van de grondstoffenprijzen doet vermoeden dat ook vraagfactoren een rol hebben gespeeld, was de scherpe afname van de olieprijs voornamelijk het gevolg van aanbodfactoren, en met name het stijgende aanbod van niet-conventionele olie en de OPEC-beslissing om de productiequota niet te verminderen. Over het algemeen wordt daarom aangenomen dat de daling van de olieprijs een positieve impact zal hebben op de mondiale groei, via het effect op het reële inkomen van de huishoudens en de kostenstructuur van de bedrijven, dat het reële inkomensverlies van de olieproducenten zou compenseren.

Kader 2 – 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 er van 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 13 mei 2015. Voor de Amerikaanse dollar gold toen een wisselkoers van \$ 1,12 voor 1 euro. Hoewel de euro sinds midden april opnieuw duurder is geworden, ligt deze koers nog duidelijk onder het gemiddelde niveau van \$ 1,33 in 2014.

De hypothesen voor het verloop van de olieprijs, waarbij zoals gewoonlijk rekening wordt gehouden met de marktverwachtingen die blijken uit de termijncontracten op de internationale markten, zijn na de forse prijsdaling die in het najaar van 2014 begon en groter was dan verwacht, flink neerwaarts bijgesteld. Volgens de informatie van medio mei 2015 zou de prijs van een vat Brent-olie in de projectieperiode wel geleidelijk terug stijgen van gemiddeld \$ 63,9 in het tweede kwartaal van 2015 tot meer dan \$ 73 in het laatste kwartaal van 2017. Dat is evenwel nog steeds ver onder het in de eerste jaarhelft van 2014 bereikte peil.

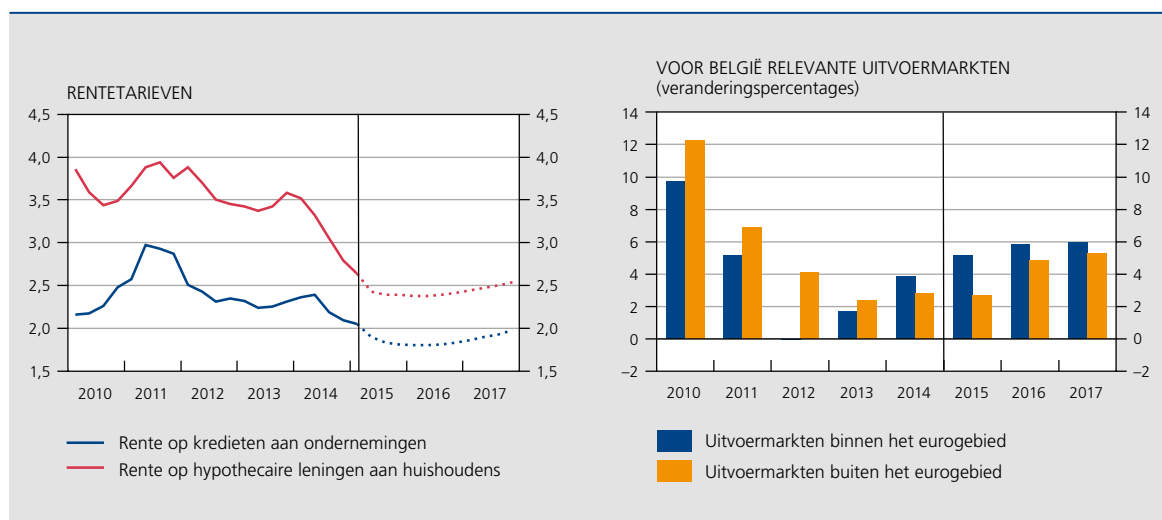
Ook de hypothesen met betrekking tot de rentetarieven berusten op marktvooruitzichten van medio mei 2015. De rente op driemaands interbancaire deposito's lag in het tweede kwartaal van 2015 nog steeds op een uitzonderlijk laag peil rond nul. De korte rente zou nog geruime tijd op een dergelijk laag peil blijven en zou pas tegen het einde van de projectieperiode enigszins toenemen, tot zowat 30 basispunten eind 2017. Ook het peil van de Belgische lange rente, die begin mei sterk is toegenomen, zou geleidelijk aantrekken, van 0,8 % in het tweede kwartaal van dit jaar tot meer dan 1,5 % eind 2017. Ondanks de recente toename werden de vooruitzichten voor de langetermijnrente, in vergelijking met de hypothesen voor de recentste najaarsramingen, vrij sterk neerwaarts aangepast.

In het verwachte verloop van de rentes die banken toepassen op investeringskredieten van ondernemingen en op hypothecaire kredieten van particulieren, wordt rekening gehouden met de transmissie die doorgaans wordt vastgesteld ten opzichte van de markrentes. Die doorberekening lijkt sinds de tweede helft van 2014 wel enigszins



RENTETARIEVEN EN VOLUMEGROEI UITVOERMARKTEN

(in %)



Bron: Eurosysteem.

groter geworden, wat te maken kan hebben met de verwachtingen rond de verdere liquiditeitsinjecties door de ECB en, in het bijzonder, de in januari 2015 aangekondigde kwantitatieve verruiming. In vergelijking met de najaarsprognoses werd dus ook de hypothecaire rente sterk neerwaarts herzien voor 2015 en, vooral, 2016. De gemiddelde hypothecaire rente zou in het tweede kwartaal van 2015 nog ongeveer 2,4 % bedragen en dat peil zou tegen eind 2017 slechts in heel beperkte mate oplopen. De gemiddelde rente op kredieten aan ondernemingen, die dicht aansluit bij het kortetermijnsegment, laat ook een redelijk vlak verloop zien: ze zou in de loop van dit jaar nog met zowat 10 basispunten afnemen alvorens weer licht op te veren aan het einde van de projectieperiode.

HYPOTHESEN BIJ DE PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM

(in %, tenzij anders vermeld)

	2015	2016	2017
	(jaargemiddelden)		
Wisselkoers van de euro t.o.v. de Amerikaanse dollar	1,12	1,12	1,12
Aardolieprijs (Amerikaanse dollar per vat)	63,8	71,0	73,1
Driemaands interbancaire rente in euro	0,0	0,0	0,2
Rente op tienjaars obligaties van de Belgische Staat	0,9	1,2	1,5
Rente op kredieten aan ondernemingen	1,9	1,8	1,9
Rente op hypothecaire leningen aan huishoudens	2,5	2,4	2,5
	(veranderingspercentages)		
Voor België relevante uitvoermarkten (in volume)	4,2	5,5	5,7
Prijzen van de concurrenten bij de uitvoer	3,5	2,0	1,9

Bron: Eurosysteem.



De mondiale economische groei, ongerekend het eurogebied, werd voor 2015 en 2016 in heel beperkte mate neerwaarts herzien sinds de najaarsprognoses van december 2014. Ook de handelsintensiteit van die groei bleef opnieuw enigszins onder de verwachtingen. Dat wordt evenwel meer dan gecompenseerd door het feit dat de sterker aantrekkende Europese economie de invoervraag vanuit het eurogebied, dat goed is voor meer dan de helft van de Belgische uitvoer, doet opveren. Al met al zou de groei van de voor België relevante buitenlandse afzetmarkten volgend jaar al duidelijk hoger liggen dan 5% – wat ten opzichte van de najaarsprognoses een opwaartse bijstelling is – en nog verder stijgen in 2017.

Het verloop van de Belgische uitvoer wordt niet alleen bepaald door de groei van die afzetmarkten, maar ook door het verloop van de marktaandeelen, en bijgevolg, door het Belgische concurrentievermogen. Wat de kostenaspecten van dit concurrentievermogen betreft, is het verloop van de door concurrenten op de uitvoermarkten gehanteerde prijzen van belang. In 2015 zouden de prijzen van de concurrenten op de uitvoermarkten met 3,5% stijgen, nadat ze in 2013 en 2014 telkens waren gedaald. Voor zowel 2016 als 2017 wordt een matigere stijging van ongeveer 2,0% verondersteld. Voor 2015 en 2016 betekent dit een opwaartse bijstelling in vergelijking met de najaarsprognoses, wat natuurlijk in belangrijke mate te maken heeft met de koersval van de euro, gemeten aan de hand van de reële effectieve wisselkoers.

Al met al heeft de bijstelling van de hypothesen in vergelijking met de recentste najaarsramingen een positieve impact op de Belgische groeivoorzichten.

1.2 De ramingen voor het eurogebied

De voorjaarsprognoses van het Eurosysteem zijn voor het eurogebied duidelijk gunstiger dan de recentste najaarsprognoses en sluiten heel dicht aan bij de ECB-ramingen van maart 2015. De groei zou dit jaar fors aantrekken tot 1,5% en zou in 2016-2017 al zowat 2% belopen. Het herstel wordt daarbij ondersteund door de gunstige randvoorwaarden, zoals de goedkopere euro en het lage rentepeil, die mede in de hand werden gewerkt door het monetair beleid, met onder meer de bovenvermelde kwantitatieve verruiming waartoe de Raad van Bestuur van de ECB in januari 2015 heeft besloten. De economische groei zou niet enkel worden aangewakkerd door een stijgende uitvoer maar zou eveneens tot uiting komen in een krachtige toename van de binnenlandse vraag en, meer bepaald, van de particuliere consumptie en de investeringen.

De inflatie in het eurogebied heeft in januari 2015 een dieptepunt bereikt maar is sindsdien, vooral onder invloed van de terug gestegen olieprijs, weer toegenomen. De prognoses wijzen op een verdere stijging van de inflatie tot gemiddeld 1,8% in 2017. Dat is slechts ten dele toe te schrijven aan de veronderstelde ommekeer in de prijsdruk van de volatiele componenten, zoals de olieprijs. Ook de onderliggende inflatie, dat is

de inflatie ongerekend die volatiele componenten, zou tijdens de projectieperiode immers toenemen. Deze toename houdt verband met de stijgende vraag en de aantrekkende loongroei maar ook met de vertraagde impact van de zwakkere euro die invoer duurder maakt.

Het recente herstel op de arbeidsmarkt was krachtiger dan op basis van historische verbanden tussen werkgelegenheid en economische groei kon worden verwacht. De loonmatiging en de doorgevoerde arbeidsmarkthervormingen lijken dat herstel te schragen en zouden de arbeidsintensiteit van de groei hebben verhoogd. De werkgelegenheid zou in de volgende jaren verder opveren, al zou deze groei tegen het einde van de projectieperiode al worden afgeremd door aanbodsbeperkingen in bepaalde landen waar de werkloosheidsgraad al tot een heel laag peil is gedaald. Voor het eurogebied als geheel zou de werkloosheidsgraad verder afnemen tot 10% in 2017, wat 2 procentpunt lager is dan het in 2013 bereikte peil.

Het gemiddelde begrotingstekort van het eurogebied zou afnemen tot 1,5% bbp in 2017. Die verbetering is evenwel vooral toe te schrijven aan de aantrekkende conjunctuur en de nog verder dalende rentelasten door het ongewoon lage rentepeil. Het begrotingsbeleid zou over de beschouwde periode vrijwel neutraal zijn.

TABEL 2 PROJECTIES VAN HET EUROSISTEEM VOOR HET EUROGEBIED

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

	2015 r	2016 r	2017 r
Bbp naar volume	1,5	1,9	2,0
Finale consumptieve bestedingen van de huishoudens en de izw's	1,9	1,6	1,6
Finale consumptieve bestedingen van de overheid	0,7	0,7	0,8
Brutovorming van vast kapitaal ..	1,9	3,5	3,9
Uitvoer van goederen en diensten	4,2	5,4	5,6
Invoer van goederen en diensten	4,8	5,8	5,9
Inflatie (HICP)	0,3	1,5	1,8
Onderliggende inflatie ⁽¹⁾	0,8	1,4	1,7
Binnenlandse werkgelegenheid ..	0,9	0,9	1,0
Werkloosheidsgraad ⁽²⁾	11,1	10,6	10,0
Financieringsbehoefte (-) of -vermogen van de overheid ⁽³⁾ ..	-2,1	-1,8	-1,5

Bron: ECB.

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

(2) In % van de beroepsbevolking.

(3) In % bbp.

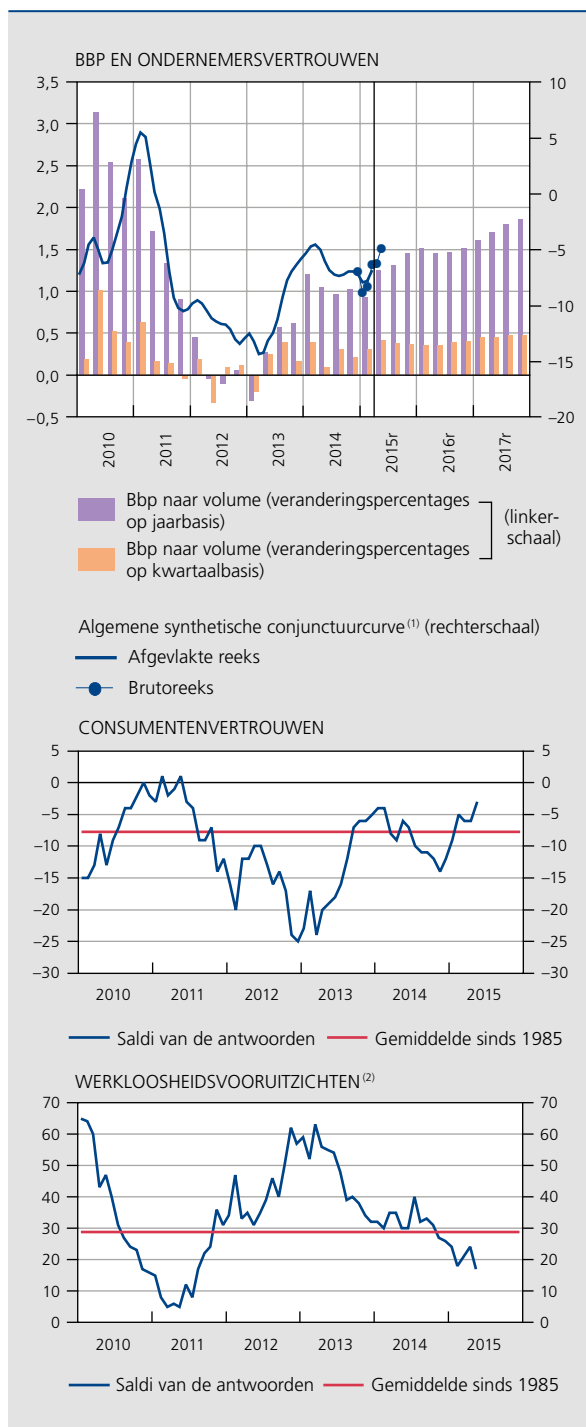
2. Bedrijvigheid en vraag

Sinds de tweede jaarhalf van 2014 groeit de Belgische economie in een relatief constant gematigd tempo dat overeenstemt met een jaargroei van iets meer dan 1%. De flash-raming van het INR, waarmee de najaarsprognoses van de Bank voor de groei in het derde kwartaal van 2014 rekening hielden, werd sindsdien nog heel licht opwaarts herzien tot 0,3%. Volgens de huidige kwartaalstatistieken werd voor het laatste kwartaal van vorig jaar (0,2%) en het eerste kwartaal van 2015 (0,3%) ongeveer dezelfde kwartaalgroei opgetekend, wat vrijwel perfect overeenstemt met de najaarsprognoses. De groei wordt daarbij vooral geschraagd door het verder aantrekken van de bedrijvigheid in de marktdiensten, terwijl die van de verwerkende nijverheid in het laatste kwartaal van vorig jaar licht terugliep. Wat de bestedingscomponenten betreft, werd de sterke groei van de particuliere consumptie in de tweede jaarhalf ten dele gecompenseerd door een negatieve bijdrage van de netto-uitvoer, zelfs na correctie voor bepaalde specifieke aankopen van investeringsgoederen in het buitenland die, naast de bedrijfsinvesteringen, ook de invoercijfers hebben verhoogd.

De opleving van de Belgische economie blijft wel matiger dan die in het eurogebied. Daar lag de groei in de twee

GRAFIEK 2 VERLOOP VAN HET BBP EN VERTROUWENSINDICATOREN

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



Bronnen: INR, NBB.

(1) Niet voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens.

(2) Wat de werkloosheidsvooruitzichten betreft, wijst een stijging van de grafiek op een minder gunstige ontwikkeling en een daling op een gunstigere ontwikkeling.

afgelopen kwartalen iets hoger. Het Belgische herstel blijft ook achter bij de groei in de drie belangrijkste buurlanden.

Hoewel de eerste kwartaalstatistieken steeds met enige voorzichtigheid moeten worden geïnterpreteerd, lijkt dat erop te wijzen dat andere landen meer profijt trekken uit de verbeterde conjunctuur in het eurogebied.

Het nog matige groeitempo dient ook te worden gezien tegen de achtergrond van het moeizame herstel van het producentenvertrouwen. Dat laatste is sinds de lente van vorig jaar geleidelijk afgekald en komt, ondanks het beperkte herstel in de afgelopen maanden, nog steeds amper boven het langjarige gemiddelde uit. Ook de synthetische indicator van het consumentenvertrouwen is in de loop van vorig jaar verzwakt en pas vanaf eind 2014 opnieuw sterk verbeterd. De voor het verloop van de conjunctuur, en dan vooral de particuliere consumptie, belangrijke deelindicator van dat consumentenvertrouwen die peilt naar de werkloosheidsverwachtingen van de respondenten, vertoont evenwel een sterke trendmatige en bijna ononderbroken verbetering sinds begin 2013.

De in de Bank gebruikte nowcastingmodellen, zoals het BREL-model dat is beschreven in het Economisch Tijdschrift van juni 2014, maken onder meer gebruik van dergelijke vertrouwensindicatoren, maar ook van andere gegevens die met een hogere frequentie en sneller beschikbaar zijn dan de kwartaalstatistieken, voor het maken van kortetermijnvoorspellingen. Op basis van die voorspellingen kan op dit moment ook voor het tweede kwartaal van 2015 een net iets hoger groeicijfer van 0,4% worden verwacht. Dat groeitempo zou volgens de

huidige prognoses ook worden aangehouden in de tweede jaarhelft, wat de jaargroei voor 2015 doet uitkomen op zowat 1,2%. Tijdens de twee volgende jaren zou de bedrijvigheid wel geleidelijk versnellen tot 1,7% in 2017.

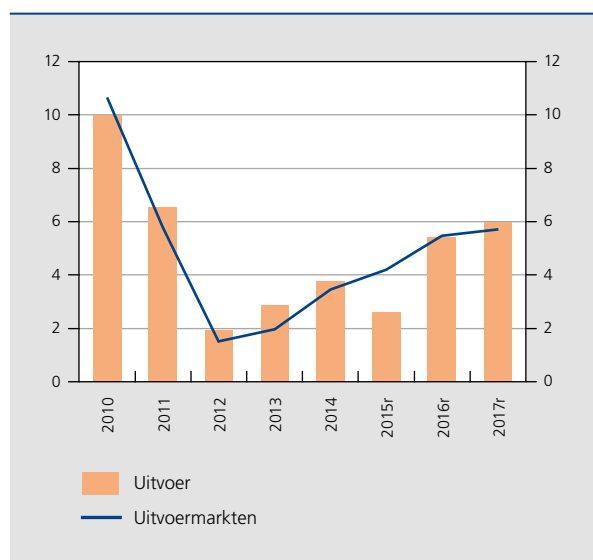
Wat de jaarcijfers betreft, is de toename van de groei in de projectieperiode vooral te danken aan de stijgende bijdrage van de netto-uitvoer, aangezien de gunstige effecten van de loonkostenbeheersing op de concurrentiekracht op termijn leiden tot een sterker opverende uitvoer. De bijdrage van de binnenlandse vraag ongerekend voorraadwijzigingen zou dit jaar kleiner uitvallen, al komt dat in belangrijke mate door het verdwijnen van specifieke transacties die in 2014 de bedrijfsinvesteringen maar ook de invoer hebben opgevoerd. In 2016 zou die bijdrage ongewijzigd blijven op 1,3 procentpunt en ze zou slechts licht toenemen in 2017. Voorraadwijzigingen, ten slotte, hebben de bbp-groei in de drie vorige jaren met een gemiddelde negatieve bijdrage van 0,8 procentpunt sterk afgeremd. Hoewel het geenszins valt uit te sluiten dat de ondernemingen in de nabije toekomst hun voorraden trager zullen verminderen of sneller zullen opbouwen, werd zoals gebruikelijk voor alle kwartalen in de projectieperiode uitgegaan van de technische hypothese dat de voorraadwijziging groeineutraal zou zijn, ook al vanwege de grote statistische onzekerheid rond dit concept.

In 2015 is de groeibijdrage van de netto-uitvoer nog ongeveer nihil en dus iets lager dan in 2014. De Belgische uitvoer zal nochtans duidelijk profijt trekken van de verbetering van de concurrentiekracht op het vlak van de kosten. In dat verband wordt de impact van de heel matige recente groei van de loonkosten nog vergroot door het kostenvoordeel van de goedkoper geworden euro die de rechtstreekse of onrechtstreekse uitvoer naar markten buiten het eurogebied ondersteunt. De kwartaalgroei van de Belgische uitvoer neemt dan ook toe in vergelijking met 2014 en overtreft duidelijk de groei van de afzetmarkten. Op jaarbasis is de sterke groei van de uitvoer veel minder zichtbaar en ligt hij zelfs lager dan vorig jaar, wat te maken heeft met overloopeffecten die o.m. voortkomen uit de forse inkrimping van de uitvoer in het laatste kwartaal van 2014 volgens de huidige statistische gegevens. Dat overloopeffect verklaart ook waarom, op jaarbasis, in 2015 nog een verlies aan marktaandeel wordt opgetekend. Daarenboven zal de invoer opnieuw worden opgevoerd door bijkomende belangrijke aankopen van specifieke investeringsgoederen in het buitenland.

Volgens de prognoses zou de uitvoergroei tijdens de twee volgende jaren evenwel verder aantrekken en dan wel resulteren in een positieve en toenemende groeibijdrage van de netto-uitvoer. Hoewel de koers van de euro volgens de hypothesen vanaf mei 2015 ongewijzigd blijft en

GRAFIEK 3 UITVOER EN UITVOERMARKTEN

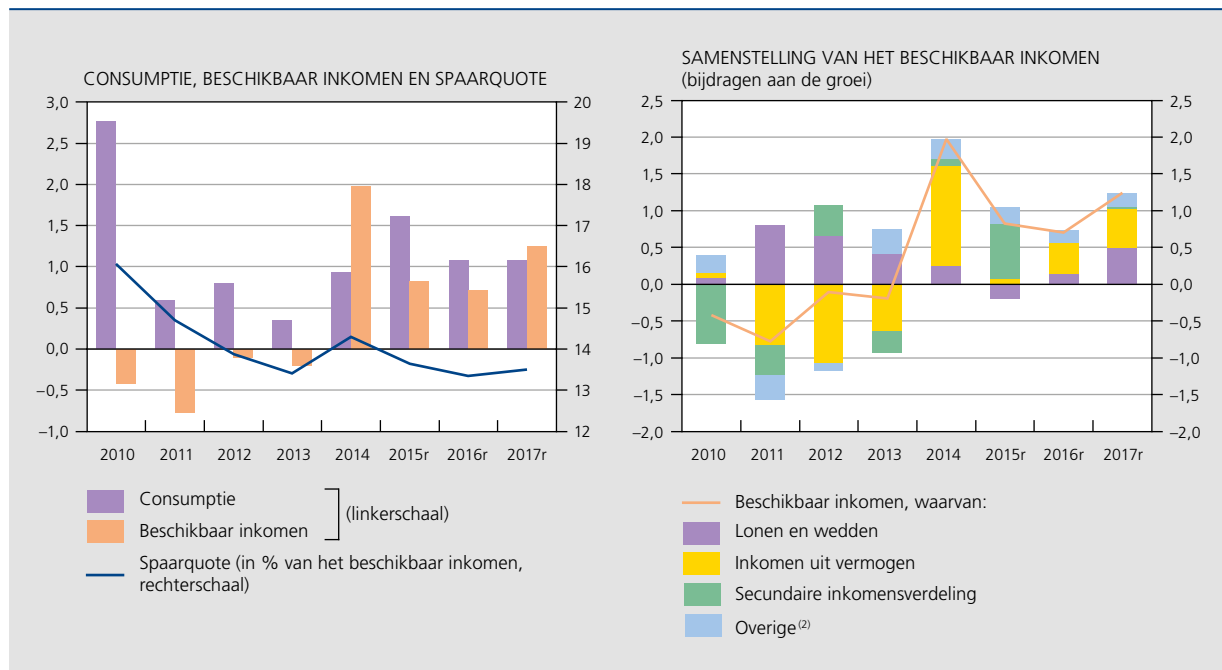
(voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, veranderingspercentages t.o.v. het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, NBB.

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

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



Bron: NBB.

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

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

dit geen impact meer heeft op het verloop van de relatieve kosten van de ondernemingen binnen en buiten het eurogebied, wordt de Belgische uitvoer verder geschraagd door winsten inzake kostenconcurrentiekracht die te danken zijn aan de beleidsmaatregelen ter beperking van de loonkosten. Dat zorgt er ook voor dat de Belgische uitvoerders hun marktaandeel gedurende de hele projectieperiode verder zouden blijven uitbreiden, wat ook al het geval was tijdens de afgelopen vier jaren. Aangezien de invoer, mede door de verbeterde concurrentiekracht, iets trager zou toenemen, is de groeibijdrage van de netto-uitvoer in alle kwartalen vanaf de tweede helft van 2015 positief. De groeibijdrage zou volgens de prognoses wel in beperkte mate afkalven tegen het einde van de projectieperiode aangezien de loonkosten vooral in 2017 weer iets sneller beginnen toe te nemen.

Het feit dat de groei van de binnenlandse bestedingen ongerekend voorraadwijzigingen in de hele projectieperiode slechts weinig toeneemt, verhult divergerende ontwikkelingen voor de deelcomponenten van de binnenlandse vraag. Daarbij neemt de bijdrage van de particuliere consumptie geleidelijk af en wordt voor de twee laatste jaren ook een beperkte groei van de overheidsconsumptie verwacht, terwijl de stijging van de investeringen toeneemt.

De particuliere consumptie is in de tweede helft van 2014, met een gemiddelde kwartaalgroei van 0,6%, relatief sterk toegenomen. De bovenvermelde verbetering in de werkloosheidsverwachtingen, die positieve vertrouwenseffecten heeft gesorteerd, is daar niet vreemd aan. Een andere bepalende factor is de gunstige impact van de forse daling van de olieprijs op de reële gezinsinkomens. Volgens de huidige prognoses zou dat hoge groeitempo van de particuliere consumptie evenwel geleidelijk terugvallen tot een veel lager tempo van zowat 0,2% per kwartaal en pas in de loop van 2017 weer enigszins opveren.

Deze vertraging in de consumptie van de particulieren houdt vooral verband met het verloop van hun inkomens, en dan meer bepaald de inkomens uit arbeid en de vervangingsuitkeringen die relatief minder worden gespaard dan de vermogensinkomens. Ondanks de stijgende werkgelegenheid en de (geringe) toename van de contractuele lonen in 2016 zou de reële groei van de arbeidsinkomens in 2015 negatief en volgend jaar uiterst beperkt blijven ten gevolge van de indexesprong. Pas in 2017, wanneer de indexeringsmechanismen opnieuw geleidelijk in werking treden, zouden de arbeidsinkomens sterker oplopen dan in 2013 en 2014. Rekening houdend met de gebruikelijke inertie in de verandering van consumptiepatronen,

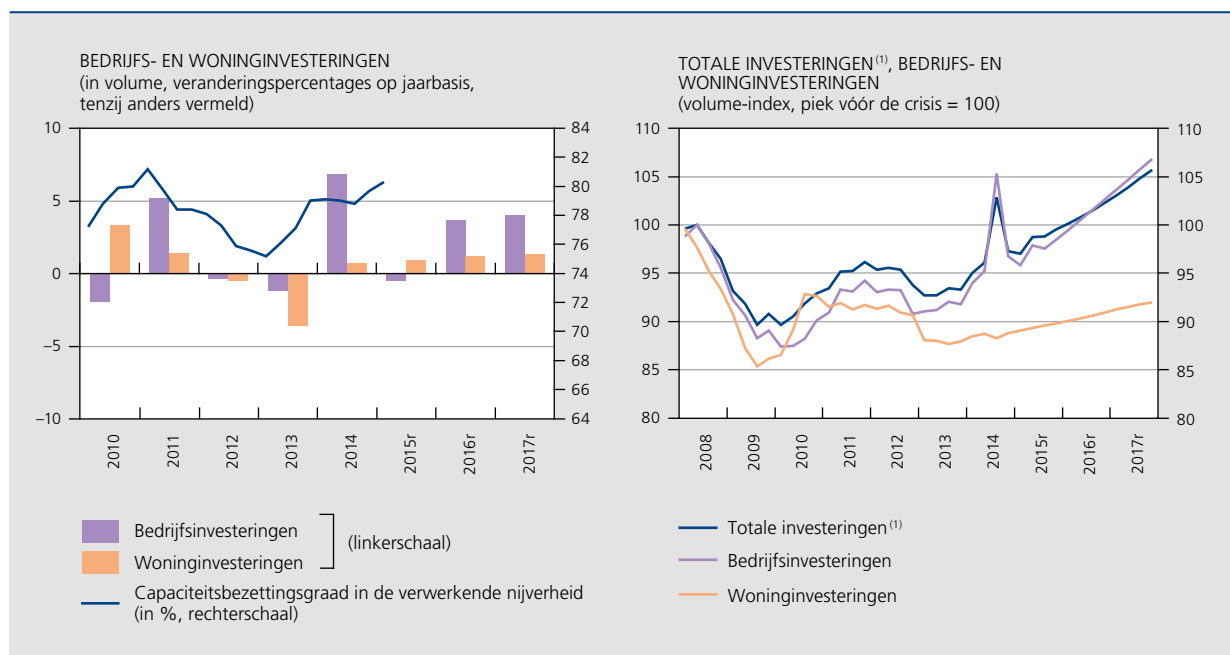
zouden de gezinnen hun consumptie evenwel slechts geleidelijk aan dat inkomensverloop aanpassen, waardoor de spaarquote nog afneemt tot een historisch laag peil. Daarmee wordt de trendmatige daling, die vorig jaar was onderbroken door de heel scherpe stijging van de vermogensinkomens die relatief meer worden gespaard, nog voortgezet tot 2016. In het laatste jaar van de projectieperiode zou de spaarquote van de particulieren dan licht aantrekken, wat vooral te maken heeft met het stijgende belang van de vermogensinkomens, onder meer tegen de achtergrond van de toenemende rente.

Voorts wijzen de prognoses op een trage reële toename van de investeringen in woningen. Na twee opeenvolgende jaren van inkrimping, vertoonden die investeringen in 2014 voor het eerst weer een nog beperkte positieve groei op jaarbasis. Volgens de prognoses zou die nog geleidelijk toenemen in de projectieperiode, waarbij de groei verder wordt ondersteund door de heel lage nominale hypotheekrente. De hervorming van de woonbonus, die zeker in het Vlaamse gewest op termijn een belangrijke financiële weerslag heeft voor de gezinnen, zou slechts een relatief beperkte invloed hebben op de trendmatige groei van de investeringen. Ondanks het geleidelijke herstel zouden de investeringen in woningen aan het einde van de projectieperiode naar volume nog steeds zowat 8% onder het vóór de grote recessie bereikte peil liggen.

De beperkte daling van de bedrijfsinvesteringen naar volume in 2015 vloeit vooral voort uit het grotendeels verdwijnen van de bovenvermelde specifieke factoren die de investeringen (en de invoer) vorig jaar hebben opgekrikt. Ongerekend deze specifieke factoren, zouden de bedrijfsinvesteringen naar volume gestaag toenemen in een relatief constant tempo dat overeenkomt met een jaargroei met zowat 4%. De grote cashreserves, het toenemende exploitatie-overschot en de lage rente alsook de versoepelde financieringsvoorwaarden werken het herstel van de investeringen in de hand. Bovendien ligt de bezettingsgraad van de productiecapaciteit in de verwerkende nijverheid al enige tijd opnieuw enigszins boven het langjarige gemiddelde. De toenemende vraag zal dan ook in steeds grotere mate aanleiding geven tot uitbreidingsinvesteringen. De stijgende impact hiervan op de investeringsgroei zou in heel beperkte mate worden gecompenseerd door de veronderstelde toename van de rente vanaf begin 2016.

Wat de overheidsbestedingen betreft, zou het groeitempo van de overheidsconsumptie vanaf volgend jaar ten gevolge van de consolidatiemaatregelen, waaronder de inkrimping van het personeelsbestand, afzwakken tot een ongewoon laag niveau dat ook duidelijk onder het groeitempo van de particuliere consumptie ligt. De overheidsinvesteringen zouden dit jaar onder meer door de versnelde scholenbouw in het Vlaamse gewest

GRAFIEK 5 PARTICULIERE INVESTERINGEN



Bronnen: INR, NBB.
(1) Omvat ook de overheidsinvesteringen.

TABEL 3 BBP EN VOORNAAMSTE BESTEDINGSCATEGORIEËN

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

	2013	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Consumptieve bestedingen van de huishoudens en de izw's ...	0,3	0,9	1,6	1,1	1,1
Consumptieve bestedingen van de overheid	1,1	1,0	1,2	0,6	0,8
Bruto-investeringen van vaste activa	-2,1	5,1	0,7	2,7	3,2
van de overheid	-4,3	4,2	8,1	-0,4	1,2
in woningen	-3,5	0,8	1,0	1,2	1,3
van de ondernemingen	-1,2	6,9	-0,4	3,7	4,1
<i>p.m. Binnenlandse bestedingen, ongerekend voorraadwijziging ..</i>	<i>0,0</i>	<i>1,9</i>	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,5</i>
Voorraadwijziging ⁽¹⁾	-0,7	-1,0	-0,1	0,0	0,0
Netto-uitvoer van goederen en diensten ⁽¹⁾	1,0	0,2	0,0	0,2	0,3
Uitvoer van goederen en diensten	2,9	3,8	2,6	5,4	6,0
Invoer van goederen en diensten	1,7	3,6	2,6	5,3	5,8
Bruto binnenlands product	0,3	1,1	1,2	1,5	1,7

Bronnen: INR, NBB.

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

een sterke stijging naar volume vertonen waarna een beperkte terugval in 2016 en een matige groei in 2017 zouden volgen.

3. Arbeidsmarkt

In 2014 is de arbeidsproductiviteit vrij sterk opgeveerd, wat niet ongewoon is in de eerste fase van een economisch herstel. Het arbeidsvolume is dan ook slechts in beperkte mate toegenomen: de stijging van de werkgelegenheid werd grotendeels gecompenseerd door een opmerkelijke afname van het gemiddeld aantal gewerkte uren. Hoewel de prognoses wijzen op een verdere productiviteitsgroei, weliswaar in een meer gematigd tempo, zou de economische groei tijdens de projectieperiode in belangrijkere mate worden geschraagd door arbeidsinzet.

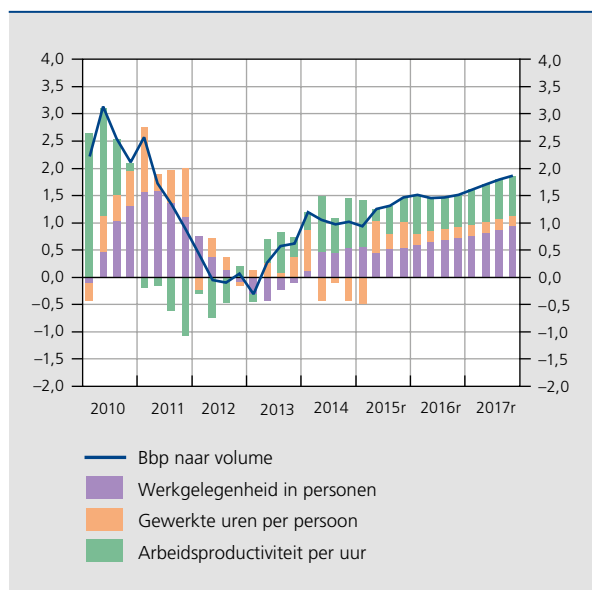
Het herstel van het arbeidsvolume zou in 2015 derhalve aan kracht winnen en de twee volgende jaren aanhouden. Het gemiddeld aantal gewerkte uren per persoon zou in een relatief constant tempo toenemen, hoewel het verloop ervan op jaarbasis in 2015 nog sterk wordt beïnvloed door de grote schommelingen in 2014. Als gevolg van de zeer zachte winter lag de gemiddelde arbeidsduur in het eerste kwartaal veel hoger dan normaal, vooral in de bouwnijverheid. In het tweede kwartaal zorgden ongunstige weersomstandigheden voor een omgekeerd effect. In het vierde kwartaal, tot slot, hebben de stakingen het aantal gewerkte uren per persoon duidelijk beperkt.

Al met al zou de werkgelegenheid over de periode 2015-2017 met 94 000 eenheden toenemen. De vraag naar arbeid wordt hierbij niet alleen beïnvloed door de toenevende groei van de bedrijvigheid, maar ook door het feit dat het beleid van loonkostenbeheersing deze productiefactor verhoudingsgewijs goedkoper maakt.

Tegen die achtergrond, en in tegenstelling tot de voorgaande jaren, zou de gesalarieerde werkgelegenheid in de zogenoemde conjunctuurgevoelige bedrijfstakken het meest bijdragen tot deze stijging. Ook de sterk gesubsidieerde bedrijfstak van de 'overige diensten' (voornamelijk de gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening) zou een grote bijdrage leveren. Het weze opgemerkt dat het stijgingstempo van de werkgelegenheid in het stelsel van de dienstencheques, die grotendeels in de private marktsector geconcentreerd is, zal vertragen. Na elf jaren van krachtige groei, neemt het aantal terugbetaalde cheques sinds 2013 immers niet meer toe. Die ontwikkeling weerspiegelt enerzijds de geleidelijke verzadiging van de vraag (bijna een huishouden op vijf gebruikt dienstencheques), een effect dat versterkt wordt door de verhoging van de kostprijs voor de gebruikers, en anderzijds moeilijkheden bij de aanwerving van het door een hoge rotatiegraad gekenmerkt personeel. Het personeelsbestand in de bedrijfstak overheid en onderwijs zou gedurende heel de projectieperiode teruglopen, als gevolg van de niet-vervanging van een deel van de natuurlijke afvloeiingen die de personeelskosten in de verschillende geledingen van de

GRAFIEK 6 BINNENLANDSE WERKGELEGENHEID, ARBEIDSDUUR EN PRODUCTIVITEIT

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



Bronnen: INR, NBB.

overheid moeten verminderen. Net als in het verleden, zou de zelfstandige werkgelegenheid daarentegen positief bijdragen tot de groei van de werkgelegenheid.

Opmerkelijk in dat verband is vooral de toename van het aantal gepensioneerden dat gebruik maakt van de uitbreiding van de mogelijkheden om pensioen en beroepsinkomen te combineren en de afgelopen jaren een zelfstandige loopbaan is gestart.

Hoewel de toename van de bevolking op arbeidsleeftijd stilvalt, blijft de beroepsbevolking groeien als gevolg van de verhoging van de participatiegraad. Deze groei zou evenwel lager uitvallen dan die van de werkgelegenheid, waardoor de werkloosheid zou afnemen, een daling die tijdens de verslagperiode overigens zou versnellen. Op jaarbasis zouden er in 2017 gemiddeld 562 000 niet-werkende werkzoekenden zijn, 35 000 minder dan in 2014. Deze ontwikkelingen zouden tot uiting komen in de geharmoniseerde werkloosheidsgraad, die zou afnemen van 8,5% van de beroepsbevolking in 2014 tot 7,9% in 2017.

De stijging van de participatiegraad tijdens de projectieperiode is ten dele toe te schrijven aan de eindeloopbaanmaatregelen van de huidige en de vorige regeringen: verhoging van de minimumleeftijd voor vervroegd pensioen, verstrenging van de leeftijdsvoorwaarden voor het stelsel van werkloosheid met bedrijfstoeslag (het vroegere brugpensioen), afschaffing van het statuut van oudere werkloze, verhoging van de leeftijdsgrenzen inzake beschikbaarheid voor de arbeidsmarkt voor nieuwe werklozen met bedrijfstoeslag, enz.

TABEL 4 ARBEIDSAANBOD EN -VRAAG

(voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens, verandering in duizenden personen t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2013	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Bevolking op arbeidsleeftijd	12,0	7,5	8,4	7,4	1,7
Beroepsbevolking	11,5	31,6	17,2	21,4	20,1
Nationale werkgelegenheid	-13,0	17,6	23,9	30,6	39,5
Grensarbeiders	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0
Binnenlandse werkgelegenheid	-12,4	17,7	23,9	30,6	39,5
Zelfstandigen	6,7	7,2	7,9	8,9	9,4
Loontrekkenden	-19,1	10,6	16,0	21,8	30,1
Conjunctuurgevoelige bedrijfstakken	-23,4	0,0	9,2	15,2	23,7
Overheid en onderwijs	2,2	0,6	-3,9	-3,2	-3,4
Overige diensten	2,1	10,0	10,7	9,7	9,8
Werkloosheid	24,5	14,0	-6,7	-9,2	-19,4
<i>p.m. Geharmoniseerde werkloosheidsgraad⁽¹⁾</i>	8,4	8,5	8,5	8,3	7,9

Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) In % van de beroepsbevolking (15 jaar en ouder).

4. Prijzen en kosten

Deze voorjaarsprognoses houden rekening met een heel matige groei van de loonkosten. Zowel in 2015 als in 2016 zouden de uurloonkosten nog minder snel stijgen dan vorig jaar, toen de groei ervan ook al sterk was vertraagd. Pas in 2017 zouden de loonkosten weer opveren. Gelet op de geraamde arbeidsproductiviteit, betekent dit dat de loonkosten in de periode 2015-2016, net als vorig jaar, nagenoeg ongewijzigd blijven en in het laatste jaar van de projectieperiode met bijna 1% toenemen.

De projecties voor de loonkosten over de periode 2015-2016 worden sterk beïnvloed door de maatregelen van de federale regering om het concurrentievermogen van de Belgische economie te verbeteren, onder meer via de vermindering van de arbeidskosten. Een van de factoren die het meest bijdraagt tot de loonmatiging is de tijdelijke opschorting van de indexeringsmechanismen en de onrechtstreekse invloed daarvan op de inflatie.

De invoering van een indexesprong van 2% vanaf mei 2015 – via een blokkering van de afgevlakte gezondheidsindex, berekend als het gemiddelde van de gezondheidsindex over de vier laatste maanden – heeft een rechtstreeks effect op het verloop van de loonkosten. Hoewel bepaalde indexeringen nog zouden plaatsvinden als gevolg van de specifieke kenmerken van de gebruikte mechanismen, zou het effect daarvan op de loonstijging zeer beperkt zijn. Gelet op het verwachte verloop van

de gezondheidsindex, zou de blokkering duren tot het eerste kwartaal van 2017. Daarna zullen de indexeringen opnieuw plaatsvinden zoals vroeger. Te verwachten valt dat de lonen niet onmiddellijk zullen stijgen; het effect van de indexeringen zal geleidelijk zijn, afhankelijk van de talrijke stelsels die werden vastgelegd in de paritaire comités.

De reële conventionele lonen zouden in 2015 overigens bevroren blijven, in overeenstemming met de door de regering overgenomen bepalingen van het centraal akkoord voor de periode 2015-2016. In 2016, daarentegen, mogen de brutolonen met maximaal 0,67% worden verhoogd. Deze loonsverhogingen worden toegekend in een eerste schijf van 0,37%, onderworpen aan de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid, en een tweede schijf van maximaal 0,3%, die vrijgesteld is van extra heffingen. Na drie jaar zonder reële verhoging van de loonschalen, kan worden verondersteld dat deze ruimte volledig zal worden benut, temeer daar naar verwachting spanningen zullen ontstaan in meerdere segmenten van de arbeidsmarkt, tegen de achtergrond van de economische opleving. Deze factor zou eveneens aanleiding geven tot rechtstreekse loonsverhogingen op het niveau van de ondernemingen, die geregistreerd worden in de loondrift.

In 2016 zou een nieuwe verlaging van de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid bijdragen tot een vermindering van de loonkosten met 0,4 procentpunt. Deze maatregel maakt deel uit van een pakket

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

	2013	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Loonkosten in de private sector					
Loonkosten per gewerkt uur	2,4	0,8	0,3	0,6	1,6
waarvan indexering	1,9	0,8	0,2	0,2	0,5
Arbeidsproductiviteit ⁽¹⁾	0,2	0,9	0,3	0,6	0,7
Loonkosten per eenheid product	2,2	-0,1	0,0	0,1	0,9
Onderliggende inflatietendens ⁽²⁾	1,4	1,5	1,5	1,3	1,4
Prijzen van energiedragers	-4,6	-6,0	-7,2	2,5	1,0
Prijzen van voedingsmiddelen	3,6	0,8	1,5	1,9	1,9
HICP	1,2	0,5	0,6	1,5	1,5
Gezondheidsindex	1,2	0,4	0,8	1,2	1,4

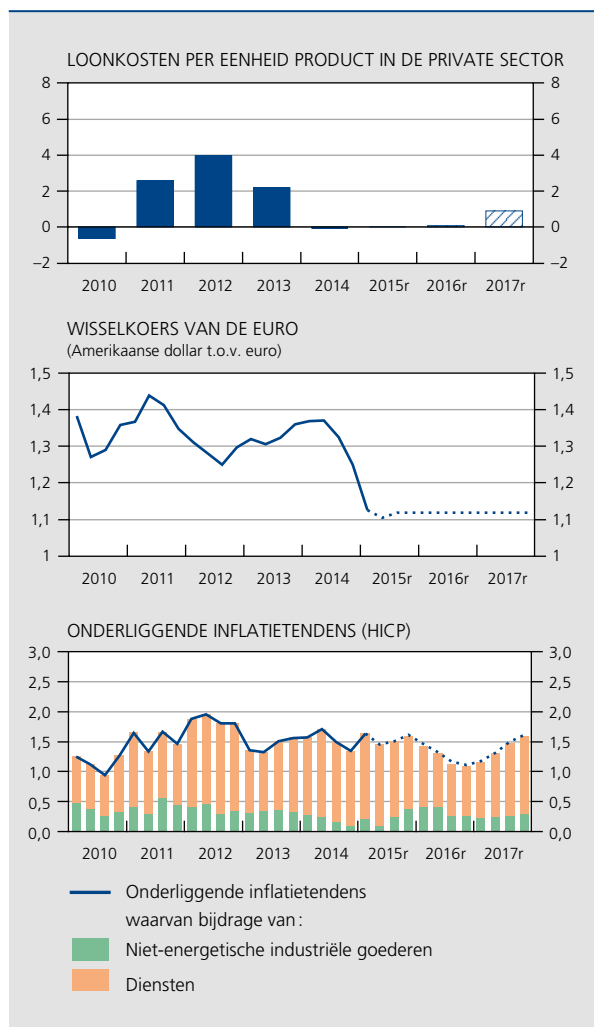
Bronnen: EC, INR, FOD Werkgelegenheid, Arbeid en Sociaal Overleg, NBB.

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

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

GRAFIEK 7 LOONKOSTEN EN ONDERLIGGENDE INFLATIETENDENS

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



Bron: NBB.

lastenverlagingen in de orde van € 960 miljoen, dat eveneens verminderingen van de bedrijfsvoorheffing omvat. Aangezien het ‘loonsubsidies’ betreft, worden deze laatste niet in aanmerking genomen bij de berekening van de loonkosten volgens de definitie van de nationale rekeningen, en dus ook niet in de beoordeling van het verloop van de loonkloof. De bijdragen zouden de loonkosten in 2015 licht negatief beïnvloeden, hoofdzakelijk als gevolg van de daling van de bijdrage aan het Fonds voor de sluiting van ondernemingen (FSO) en de normalisering van het aantal ontslagpremies na het effect van de aanzienlijke bedrijfsherstructurerings in 2014.

De conventionele verhogingen voor 2017 zijn nog niet bekend, aangezien de onderhandelingen over het toekomstig centraal akkoord pas eind 2016 van start gaan,

aan de hand van de op dat ogenblik door de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven gerapporteerde loonkloof ten opzichte van de buurlanden. Eind 2014 had de CRB de loonkostenhandicap geraamd op 2,9%. De in deze projecties voorspelde versnelling van de loonkosten loopt niet vooruit op de resultaten van het volgende centraal akkoord. Behalve op het einde van de bevrozing van de indexeringen, berust ze op de hypothese dat de conventionele stijgingen ongeveer 1% zullen belopen, gelet op de groeimarge die vermoedelijk zal ontstaan door de geleidelijke vermindering van de gecumuleerde loonkloof sedert 1996 (in de wet van 1996 uitgedrukt als uurloonkosten). Al met al zou het verloop van de nominale uurloonkosten aanzienlijk vertragen, van 2,4% in 2013 tot 0,8% in 2014, vervolgens tot 0,5% in 2015 en tot 0,6% in 2016, waarna het groeitempo in 2017 opnieuw enigszins zou versnellen tot 1,6%.

Het heel matige verloop van de arbeidskosten zou in principe geleidelijk – met enige vertraging – tot uiting moeten komen in de prijsvorming, en meer bepaald in de onderliggende inflatietendens, waarin de prijzen van de volatiele componenten, namelijk levensmiddelen en energiedragers, niet zijn meegerekend. Op kortere termijn oefent de recente sterke koersdaling van de euro evenwel een opwaarts effect uit op de onderliggende inflatie. De goedkopere euro leidt immers tot hogere importprijzen, die de inflatie aanwakkeren voor goederen die worden ingevoerd of waarvoor ingevoerde intermediaire inputs worden gebruikt. Aangezien dat minder het geval is in de dienstensector, creëert dit vooral opwaartse prijsdruk bij de niet-energetische industriële goederen. Om die reden zou de onderliggende inflatie, die in de eerste vier maanden van 2015 al duidelijk is gestegen tot gemiddeld meer dan 1,6%, nog gedurende de rest van het jaar blijven schommelen rond dat peil. Pas daarna, wanneer het wisselkoerseffect is uitgedoofd, zou de impact van het vrijwel vlakke verloop van de loonkosten volgens de prognoses meer zichtbaar worden en de onderliggende inflatietendens doen afnemen tot iets meer dan 1% tegen eind 2016. In 2017 neemt de binnenlandse kostendruk dan weer toe door de sterkere loongroei, wat geleidelijk wordt weerspiegeld in een stijgende onderliggende inflatie.

Hier moet wel aan toegevoegd worden dat die onderliggende inflatie in België tot nu toe relatief hoog is gebleven in vergelijking met het eurogebied en de voornaamste buurlanden, vooral ten gevolge van meer persistente prijsstijgingen in de dienstensector. De doorberekening van de (loon)kosten in de prijzen hangt bovendien af van de graad van concurrentie op de markten en is niet noodzakelijk symmetrisch, zeker gelet op neerwaartse prijsrigiditeiten. Samen met het bestaan van diverse

indexeringsmechanismen in de prijsvorming, waardoor bepaalde prijzen slechts met vertraging aan de dalende inflatie worden aangepast, kan dat een mogelijke verklaring zijn voor de relatief persistente onderliggende inflatie. Volgens de huidige inflatievoorspellingen zullen de factoren die de onderliggende inflatie in het recente verleden hoog hebben gehouden, dus geleidelijk plaats maken voor de neerwaartse invloed van de heel matige binnenlandse kostendruk.

De totale inflatie wordt niet alleen bepaald door de onderliggende inflatietendens, maar ook door het prijsverloop van de zogeheten volatiele componenten, te weten de energiedragers en de voedselprijzen. Vooral door de forse prijsdaling voor deze eerste productcategorie is de inflatie in de recente periode duidelijk onder de onderliggende inflatietendens gebleven en van december 2014 tot maart 2015 zelfs negatief geweest. De impact van de gedaalde Brentprijs werd daarbij nog versterkt door de verlaging van het btw-tarief op elektriciteit van 21 % naar 6 %. Deze maatregel werd in april 2014 genomen in het kader van het pact voor competitiviteit en werkgelegenheid, en heeft een negatief effect gehad op prijsontwikkelingen voor elektriciteit tot en met april 2015.

Rekening houdend met de stijgende olieprijs volgens de in Kader 2 voorgestelde hypothesen, zou de negatieve weerslag van het prijsverloop van de energiedragers op de totale inflatie geleidelijk kleiner worden en vanaf 2016 omslaan in een positieve bijdrage. Samen met de verwachte sterkere toename van de voedselprijzen leidt dat, ondanks de eerst vlakke en vervolgens dalende onderliggende inflatietendens, tot een duidelijke stijging van de inflatie: dit jaar zal ze gemiddeld nog amper hoger zijn dan vorig jaar, maar vanaf 2016 loopt het jaargemiddelde al op tot 1,5 %. De gezondheidsindex, die berekend wordt als de nationale consumptieprijsindex, exclusief alcohol, tabak en motorbrandstoffen, zou eveneens toenemen van 0,8 % in 2015 naar 1,4 % in 2017.

5. Overheidsfinanciën

5.1 Financieringssaldo

Volgens door het INR in april 2015 gepubliceerde gegevens liet de Belgische overheid in 2014 een tekort van 3,2 % bbp optekenen. Tegen de eerder in dit artikel beschreven macro-economische achtergrond, zou dat tekort in 2015 uitkomen op 2,7 % bbp; in 2016 en 2017 zou het verder verminderen tot respectievelijk 2,4 en 2 % bbp.

De verbetering van het financieringssaldo is in belangrijke mate het gevolg van de daling van de rentelasten, aangezien verwacht wordt dat de overheidsleningen die op vervalddag komen, kunnen worden geherfinancierd aan voor de overheid gunstige rentetarieven. Voorts zouden de consolidatiemaatregelen die de federale regering en de regeringen van de gemeenschappen en gewesten genomen hebben, bijdragen aan de verbetering van het begrotingssaldo. Deze maatregelen zijn gericht op een vermindering van de overheidsuitgaven. Hierdoor zou het gewicht van de primaire uitgaven ten opzichte van het bbp afnemen, maar ook de overheidsontvangsten zouden dalen.

De tekorten zouden voornamelijk geconcentreerd zijn bij de federale overheid. De sociale zekerheid zou uitkomen op een evenwicht, aangezien ze van de federale overheid een dotatie ontvangt om dit resultaat te bereiken. De gewesten en gemeenschappen en de lokale overheid zouden beperkte tekorten laten optekenen.

Er zij opgemerkt dat bij deze projecties enkel rekening is gehouden met de reeds aangekondigde en voldoende gepreciseerde begrotingsmaatregelen. De invloed van de nog te nemen beslissingen, onder meer bij de opmaak van de begrotingen van 2016 en 2017, is er nog niet in verwerkt. In het stabiliteitsprogramma van april 2015 wordt gemikt op een terugkeer naar een structureel begrotingsevenwicht tegen 2018. Uit deze projecties blijkt dat het bereiken van deze doelstelling nog bijkomende consolidatiemaatregelen vereist.

5.2 Ontvangsten

De overheidsontvangsten, uitgedrukt in procenten bbp, zouden in 2015 met 0,4 procentpunt afnemen en met respectievelijk 0,3 en 0,1 procentpunt extra teruglopen in 2016 en 2017. Daarmee blijft de in 2014 ingezette daling van de ontvangsten aanhouden.

De inkrimping van de ontvangsten in 2015 is voornamelijk te wijten aan de afname van de inkomsten die de Staat ontvangt van verschillende financiële instellingen en aan een daling van de directe belastingen op de particulieren. Deze laatste ontvangsten worden immers gedrukt door de relatief geringe stijging van de loonsom enerzijds en door een reeks maatregelen anderzijds. Het gaat daarbij zowel om structurele maatregelen, zoals de verhoging van de via de bedrijfsvoorheffing aftrekbare forfaitaire beroepskosten, als om tijdelijke factoren, zoals het einde van het anticipatie-effect in verband met de maatregel over de liquidatieboni of de vertragingen bij de inkohieringen die de ontvangsten in 2014 nog hadden opgedreven. Ook

TABEL 6 OVERHEIDSREKENINGEN⁽¹⁾
(in % bbp)

	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Gezamenlijke overheid				
Ontvangsten	51,1	50,7	50,4	50,3
Fiscale en parafiscale ontvangsten	44,7	44,6	44,3	44,2
Overige	6,4	6,1	6,1	6,1
Primaire uitgaven	51,3	50,7	50,2	49,9
Primair saldo	-0,2	0,1	0,2	0,4
Rentelasten	3,1	2,7	2,5	2,3
Financieringsbehoefte (-) of -vermogen	-3,2	-2,7	-2,4	-2,0
<i>p.m. Effect van de niet-recurrente factoren</i>	<i>0,4</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>
Financieringssaldi per deelsector				
Federale overheid	-2,6	-2,1	-2,0	-1,5
Sociale zekerheid	-0,1	0,0	0,0	0,0
Gemeenschappen en gewesten	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2
Lokale overheid	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2
Schuld	106,6	107,0	107,6	106,8

Bronnen: INR, NBB.

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

de ontvangsten uit de fiscale regularisatie zouden sterk teruglopen. De vennootschapsbelasting zou daarentegen positief worden beïnvloed door de vermindering van de notionele interestaftrek voor de ondernemingen, als gevolg van de verlaging van de referentierente. Bovendien zouden de beperking op het gebruik van het stelsel van de notionele interesten door de banken en de belastingheffing op sommige intercommunales bijdragen tot de groei van deze ontvangsten. De vermogensheffingen, tot slot, zijn aan uiteenlopende invloeden onderhevig, waarbij het neerwaarts effect als gevolg van het geleidelijke einde van de fiscale regularisatie wordt gecompenseerd door de vervroegde inning van de belastingen op het pensioensparen en door het inhaaleffect van de vertraging bij de inkohiering van de successierechten in het Vlaams gewest.

De aanhoudende matiging van de loonstijgingen en de nieuwe toename van de forfaitaire beroepskosten zullen de fiscale en parafiscale ontvangsten in 2016 zeer duidelijk negatief beïnvloeden. Die factoren versterken het aanzienlijk effect van de terugkeer naar een inkohieringstempo van de personenbelasting dat meer in overeenstemming is met het verleden. Ook de bijdragen voor de sociale zekerheid zouden grotendeels teruglopen,

als gevolg van de maatregelen die werden genomen om de werkgeversbijdragen te verlagen, met het oog op de verbetering van het concurrentievermogen van de ondernemingen en het herstel van de werkgelegenheid. Alleen de opbrengsten uit de vennootschapsbelasting zouden toenemen, dankzij de verbetering van de rentabiliteit van de ondernemingen en de nieuwe daling van de referentierente voor de berekening van de belastingaftrek voor risicokapitaal. De indirecte belastingen zouden eveneens profijt trekken van de btw-maatregelen en de herinvoering van het kliksysteem voor diesel. De niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten zouden dan weer relatief stabiel blijven.

In 2017 zou de voortzetting van het restrictieve loonbeleid de fiscale ontvangsten nog steeds negatief beïnvloeden, zij het in mindere mate dan de voorgaande jaren. De meeste ontvangsten, zowel fiscale als niet-fiscale, zouden vrijwel stabiel blijven ten opzichte van 2016.

5.3 Primaire uitgaven

De primaire uitgaven in verhouding tot het bbp zouden in 2015 en de twee volgende jaren aanzienlijk teruglopen.

De nominale overheidsuitgaven zouden dus minder snel stijgen dan de economische bedrijvigheid. In verhouding tot het bbp zouden de primaire uitgaven derhalve teruglopen van 51,3 % in 2014 tot 49,9 % in 2017.

Dat verloop weerspiegelt de besparingsmaatregelen van de regeringen die tot stand kwamen na de verkiezingen van 25 mei 2014. Het belangrijkste effect is toe te schrijven aan de indexsprong, die de groei van de sociale uitkeringen en de lonen in 2015 en 2016, en ten dele ook in 2017, aanzienlijk beperkt voor elke deelsector van de overheid. Bovendien heeft de federale overheid de ambitie haar werkingskosten te verlagen, via een daling van de aankopen van goederen en diensten en van haar personeelsbestand. Daarnaast heeft ze besloten haar subsidies aan overheidsbedrijven en haar budget voor ontwikkelingsamenwerking terug te schroeven. Ook de groei van de uitgaven voor de sociale zekerheid zal getemperd worden door een reeks maatregelen om de stijging van de uitgaven voor gezondheidszorg terug te brengen tot maximaal 1,5 %. De gemeenschappen en de gewesten, tot slot, hebben eveneens besparingsmaatregelen genomen, onder meer op het vlak van subsidies en onderwijs.

Na correctie voor de invloed van de niet-recurrente en conjuncturele factoren, alsook voor het indexeringseffect,

woulden de reële primaire uitgaven in 2015 een bescheiden stijging van 0,3 % laten optekenen, dat is 1 procentpunt lager dan de groei van het bbp naar volume. In 2016 en 2017 zouden de gecorrigeerde uitgaven enigszins sneller toenemen, met respectievelijk 0,6 en 1,3 %, maar nog steeds minder snel dan het reële bbp. Deze matiging, die onder meer kan worden toegeschreven aan de beperking van de sociale uitkeringen en de loonsom van het overheidspersoneel als gevolg van de indexsprong, zou de consolideringstendens versterken die zich de afgelopen jaren in de overheidsfinanciën heeft afgetekend.

5.4 Schuld

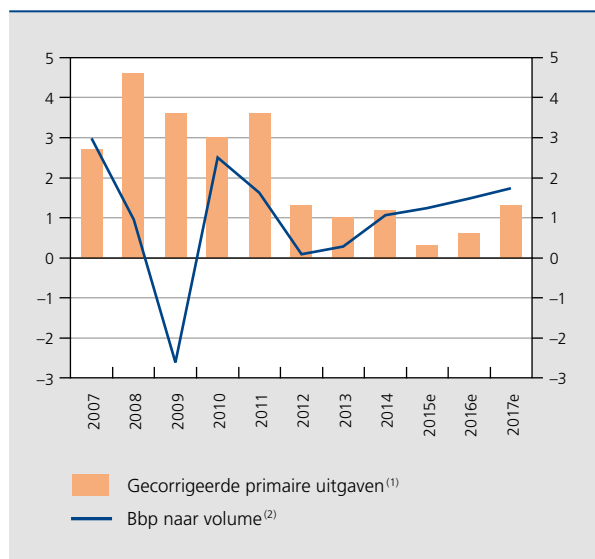
Sinds 2008 is de schuldgraad onophoudelijk gestegen, tot 106,6 % bbp aan het einde van 2014. In 2015 zou de overheidsschuld verder toenemen tot 107 % bbp.

De toename van de schuldgraad is het gevolg van endogene factoren die de schuldgraad opdrijven ten belope van 0,4 procentpunt bbp. Deze toename wordt veroorzaakt door een relatief lage groei van het nominale bbp, die zwakker zou uitvallen dan de impliciete rente op de overheidsschuld, in combinatie met het primair saldo van 0,1 % bbp.

De exogene factoren, die zo worden genoemd omdat ze een invloed hebben op de schuld maar niet op het financieringssaldo, zouden een licht opwaarts effect hebben op de schuld, ten belope van 0,1 procentpunt bbp. Dit is onder meer het gevolg van de verwachte toename van de leningen van de Vlaamse Maatschappij voor Sociaal Wonen en het Vlaams Woningfonds, de nieuwe terugbetaling door KBC ten belope van 0,1 % bbp en de geplande kapitaalvermindering door de Vlaamse gemengde distributienetbeheerders voor elektriciteit en gas ten gunste van Vlaamse gemeenten. Het beheer van de schuld zou zo goed als geen impact hebben op de schuldgraad. Het effect van de omvangrijke emissiepremies wordt immers gecompenseerd door, enerzijds, een relatief hoge betaalde couponrente ten opzichte van de marktrente en, anderzijds, geboekte verliezen ten gevolge van de annulering van renteswaps en andere afgeleide producten.

In 2016 zou de overheidsschuld verder toenemen tot 107,6 % bbp, onder invloed van exogene factoren in verband met het beheer van de overheidsschuld. In 2017 zou de schuldgraad dalen tot 106,8 % bbp onder impuls van de endogene factoren. Er wordt immers verwacht dat de nominale toename van het bbp hoger zal uitvallen dan de impliciete rente op de overheidsschuld, terwijl het primair saldo licht positief zou zijn. Aldus zou de overheidsschuld voor het eerst sinds het uitbreken van de financiële crisis, opnieuw op een neerwaarts pad worden gebracht.

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



Bronnen : INR, NBB.

(1) Primaire uitgaven gedeïfleerd aan de hand van de bbp-deflator en gecorrigeerd voor de invloed van conjuncturele, niet-recurrente en budgettair 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.

TABEL 7 VERGELIJKING MET DE RAMINGEN VAN DE ANDERE INSTELLINGEN
(in %)

Instelling	Publicatie- datum	Volumegroei bbp			Inflatie (HICP, tenzij anders vermeld)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
IMF	April 2015	1,3	1,5	1,5	0,1	0,9	1,1
Consensus Economics	Mei 2015	1,3	1,6		0,3	1,6	
EC	Mei 2015	1,1	1,5		0,3	1,3	
Federaal Planbureau	Mei 2015 ⁽¹⁾	1,2	1,6	1,7	0,2	1,2	1,2
OESO	Juni 2015	1,3	1,8		0,0	1,3	
NBB	Juni 2015	1,2	1,5	1,7	0,5	1,6	1,6

(1) Economische vooruitzichten 2015-2020. Voor de inflatiecijfers wordt de NICP weergegeven, die licht kan afwijken van de HICP.

6. Beoordeling van de risicofactoren

De huidige voorjaarsprognoses bevestigen het scenario van geleidelijk herstel en houden, mede door de goedkopere olie en euro, een beperkte opwaartse herziening in ten opzichte van de najaarsramingen. Ze liggen ook in de lijn van de ramingen van de andere instellingen: wat de economische groei betreft, wijken ze slechts in minimale mate af van die van het Federaal Planbureau en de Europese Commissie (EC). Van de recentste ramingen rekent enkel de OESO op een forsere groei. De inflatieramingen lopen iets sterker uiteen: de andere instellingen verwachten een tragere stijging van de inflatie, wat wellicht ten dele moet worden toegeschreven aan het feit dat deze voorjaarsprognoses, in vergelijking met de door de andere instellingen gebruikte hypothesen, uitgaan van een sterkere toename van de olieprijs tegen 2017. Deze relatief grote convergentie van de macro-economische ramingen mag de aandacht evenwel niet afleiden van de grote onzekerheid waarmee dergelijke projecties onvermijdelijk gepaard gaan.

In dat verband blijven er nog neerwaartse risico's bestaan inzake de externe omgeving. Zo kan een nieuwe toename van de geopolitieke spanningen verder wegen op de Europese groei. Daarnaast bestaat nog altijd het risico dat de groeivertraging in China en andere opkomende landen groter uitvalt of van langere duur is dan momenteel in de internationale hypothesen wordt aangenomen. Tot slot heerst er nog steeds onzekerheid over de duurzaamheid van het herstel in sommige geavanceerde landen, zoals het relatief zwakke eerste kwartaal van de Amerikaanse en de Britse economie recent nog aantoonde. Anderzijds kan het ook niet worden uitgesloten dat het herstel in het eurogebied krachtiger zal zijn, hetzij door een grotere

impact van de nog steeds relatief goedkopere euro op de netto-uitvoer, hetzij via de positievere weerslag van vertrouwenseffecten op de particuliere consumptie en investeringen.

Wat de financiële markten betreft, was het bij het afsluiten van de ramingen nog onduidelijk of de rust opnieuw is weergekeerd na de periode van sterke volatiliteit in mei. Verdere rentestijgingen of een verdere appreciatie van de euro kunnen wegen op het herstel. Daarnaast blijft de uitkomst van de onderhandelingen tussen Griekenland en de internationale schuldeisers een bron van onzekerheid.

Voorts dient gewezen te worden op de manier waarop de recente overheidsmaatregelen ter verbetering van de competitiviteit in de projecties zijn opgenomen. Zoals ook in de najaarsprognoses al het geval was en uitgebreid werd toegelicht in Kader 1 van het betreffende artikel van het Economisch Tijdschrift van december 2014, wordt ervan uitgegaan dat de tragere groei van de nominale lonen in belangrijke mate, zij het met enige vertraging, zal worden doorberekend in de prijzen. Indien die doorberekening anders verloopt (sneller of trager, meer of minder gedeeltelijk) of indien de economische subjecten zoals werkgevers, investeerders en buitenlandse afnemers van de Belgische uitvoer, op een andere manier reageren op lagere lonen en prijzen dan in deze projecties werd aangenomen, kan het verloop van de bedrijvigheid, de werkgelegenheid, het begrotingssaldo of de inflatie afwijken van deze voorjaarsprognoses.

Tot slot moet herinnerd worden aan het feit dat in deze ramingen uiteraard geen rekening wordt gehouden met mogelijke nieuwe overheidsmaatregelen in de toekomst.

Bijlage

PROJECTIES VOOR DE BELGISCHE ECONOMIE: SYNTHESE VAN DE BELANGRIJKSTE RESULTATEN

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

	2014	2015 r	2016 r	2017 r
Groei (voor kalenderinvloeden gezuiverde gegevens)				
Bbp naar volume	1,1	1,2	1,5	1,7
Bijdragen aan de groei:				
Binnenlandse bestedingen, ongerekend de voorraadwijziging	1,9	1,3	1,3	1,5
Netto-uitvoer van goederen en diensten	0,2	0,0	0,2	0,3
Voorraadwijziging	-1,0	-0,1	0,0	0,0
Prijzen en kosten				
Geharmoniseerde consumptieprijsindex	0,5	0,6	1,5	1,5
Gezondheidsindex	0,4	0,8	1,2	1,4
Bbp-deflator	0,6	0,9	1,0	1,4
Ruilvoet	0,5	1,0	-0,3	-0,2
Loonkosten per eenheid product in de private sector	-0,1	0,0	0,1	0,9
Uurloonkosten in de private sector	0,8	0,3	0,6	1,6
Productiviteit per arbeidsuur in de private sector	0,9	0,3	0,6	0,7
Arbeidsmarkt				
Binnenlandse werkgelegenheid (gemiddelde jaar-op-jaar verandering, in duizenden personen) ..	17,7	23,9	30,6	39,5
Totaal arbeidsvolume ⁽¹⁾	0,3	0,7	0,9	1,1
Geharmoniseerde werkloosheidsgraad (in % van de beroepsbevolking ouder dan 15 jaar)	8,5	8,5	8,3	7,9
Inkomens				
Reëel beschikbaar inkomen van de particulieren	2,0	0,8	0,7	1,2
Spaarquote van de particulieren (in % van het beschikbaar inkomen)	14,3	13,6	13,3	13,5
Overheidsfinanciën				
Primair saldo (in % bbp)	-0,2	0,1	0,2	0,4
Financieringssaldo (in % bbp)	-3,2	-2,7	-2,4	-2,0
Overheidsschuld (in % bbp)	106,6	107,0	107,6	106,8
Lopende rekening				
(volgens de betalingsbalans, in % bbp)	1,4	1,4	1,4	1,6

Bronnen: EC, ADS, INR, NBB.

(1) Totaal aantal gewerkte uren in de economie.

Het verband tussen economische groei en werkgelegenheid

K. Burggraeve
G. de Walque
H. Zimmer

Inleiding

Het verband tussen economische groei en werkgelegenheid is uitermate relevant in de recente economische context van grote recessie waarin België zich van sommige van zijn partners onderscheidt door een zekere weerbaarheid op de arbeidsmarkt. In dit artikel wordt nagegaan hoe dat verband in de tijd is geëvolueerd, gedurende verschillende periodes van recessie. Er wordt ook dieper ingegaan op de grote tendensen in het verloop van het bruto binnenlands product (bbp), het arbeidsvolume en de productiviteit.

Om te beginnen, wordt in dit artikel het in België opgetekende respectieve beloop beschreven van de variabelen die het verloop van het bbp verklaren, zowel gedurende de verschillende economische cycli als vanuit een langetermijnstandpunt. In Paragraaf 1 wordt het boekhoudkundig verband tussen bedrijvigheid en werkgelegenheid in herinnering gebracht. In Paragraaf 2 wordt vervolgens de samenstelling van het bbp in detail geanalyseerd, waarna de langetermijntendensen in het verloop van deze verschillende componenten worden toegelicht. Aansluitend wordt in Paragraaf 3 de arbeidsintensiteit van de groei besproken, en in Paragraaf 4 wordt de bijdrage van de bedrijfstakken aan de bovenvermelde ontwikkelingen nagegaan.

Voorts wordt in deze studie, meer bepaald in Paragraaf 5, dieper ingegaan op de kwantificering van het verband groei-werkgelegenheid gedurende de hele conjunctuurcyclus en de verschillende opeenvolgende cycli. Hier worden

enkel nog de cyclische componenten van de variabelen in kwestie onderzocht. Het is de bedoeling te meten in welke mate, in België, de cyclische component van de werkgelegenheid gevoelig is voor de output gap en die gevoeligheid te vergelijken met die in andere ontwikkelde economieën. Er wordt tevens nagegaan of die gevoeligheid stabiel is in de tijd of eventueel asymmetrieën vertoont tussen periodes van expansie en periodes van recessie. Vervolgens worden de empirische resultaten die gevonden werden gedurende de hele conjunctuurcyclus ontleed op sectorniveau en wordt het arbeidsvolume onderzocht in plaats van de werkgelegenheid in personen (Paragraaf 6). In de conclusie wordt getracht de markante vaststellingen van de studie in perspectief te plaatsen door enkele denk pistes aan te reiken.

1. Verband tussen bedrijvigheid en werkgelegenheid

1.1 Boekhoudkundig verband

Het bbp is de waarde van alle goederen en diensten die tijdens een bepaalde periode in de economie worden geproduceerd. Die productie (Y) moet onder meer voldoen aan de vraag van de totale bevolking (P), waarvan slechts een deel, meer bepaald de beroepsbevolking (A), aan het productieproces deelneemt. In een economie met ondertewerkstelling is dat arbeidsaanbod ruimer dan de behoeften van het productiesysteem, zodat de beroepsbevolking uit werknemers (E) en werklozen (U) bestaat.

Boekhoudkundig is het bbp als volgt opgebouwd:

$$Y = \frac{Y}{TH} \cdot \frac{TH}{E} \cdot E \quad (1)$$

waarbij $TH = E \cdot H$ = totaal aantal gewerkte uren in de economie

H = gemiddeld aantal werkuren per werkende

Y/TH = arbeidsproductiviteit per uur

Weren we uit dit verband de werkgelegenheid (E), dan blijkt dat het bbp (Y) afhankelijk is van twee factoren: enerzijds het gebruikte arbeidsvolume (TH), dat gelijk is aan het product van de werkgelegenheid in personen (E) en de gemiddelde arbeidsduur (H) (een kwantitatief aspect) en, anderzijds, de zichtbare arbeidsproductiviteit per uur (Y/TH) (een kwalitatief aspect). Ceteris paribus en zonder rekening te houden met kapitaal en technologische vooruitgang, daalt het arbeidsvolume wanneer de productiviteit sneller groeit dan de economie.

Het verband tussen werkgelegenheid en bedrijvigheid staat centraal in de 'wet van Okun'. Beide variabelen moeten a priori in dezelfde richting evolueren. Tijdens een expansieperiode heeft het productie-apparaat meer werknemers nodig om aan de vraag te voldoen, zodat de werkgelegenheid toeneemt en de werkloosheid daalt. Maar zelfs als één extra werknemer potentieel op

hetzelfde neerkomt als één werkloze minder, zal de werkloosheidsgraad (U/A) niet in dezelfde verhouding dalen als dat de werkgelegenheid toeneemt. Dat komt vooral door de eigen dynamiek van de beroepsbevolking. Die dynamiek wordt met name bepaald door de demografie van de totale bevolking, door de participatiegraad - die op zijn beurt wordt beïnvloed door de steeds toenemende aanwezigheid van vrouwen op de arbeidsmarkt, door institutionele factoren zoals de leerplicht, door de pensioenleeftijd en door de regelgeving m.b.t. de uitsluiting uit de werkloosheid - en door de eigen conjunctuurcyclus van de beroepsbevolking. Grafiek 1 biedt een overzicht van het hierboven summier geschetste verband.

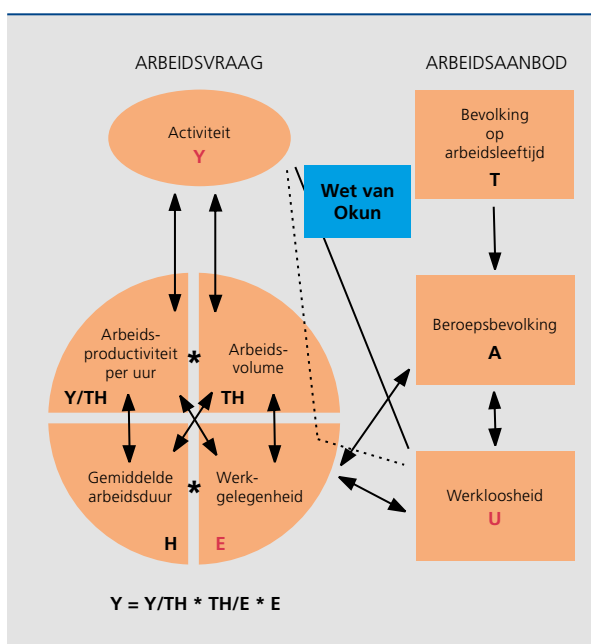
1.2 Historisch verloop van de bedrijvigheid en de werkgelegenheid

In Grafiek 2 wordt, over een lange periode, het verloop van de economische groei vergeleken met dat van de werkgelegenheid. Daaruit blijkt duidelijk dat beide positief gecorreleerd zijn. Toch stemmen de pieken en dalen van de economische groei niet overeen met die van de groei van de werkgelegenheid. Schommelingen in de vraag hebben doorgaans slechts met enige vertraging invloed op de werkgelegenheids groei. Die reactietermijn is de afgelopen vijftig jaar niet stabiel gebleken; hij was afhankelijk van met name de omvang, de oorsprong en de verwachte duur van de vertraging, alsook van het gebruik van flexibiliteitsinstrumenten door de werkgevers.

De aanpassing van het productievermogen aan de gewijzigde vooruitzichten inzake de bedrijvigheid is een duur en tijdrovend proces. Vooraleer de ondernemingen (extra) personeel ontslaan (in dienst nemen), reageren ze in de eerste plaats op een vertraging (opleving) van de bedrijvigheid door hun intensieve productiemarge (gemiddelde arbeidsduur en/of productiviteit per uur) te wijzigen.

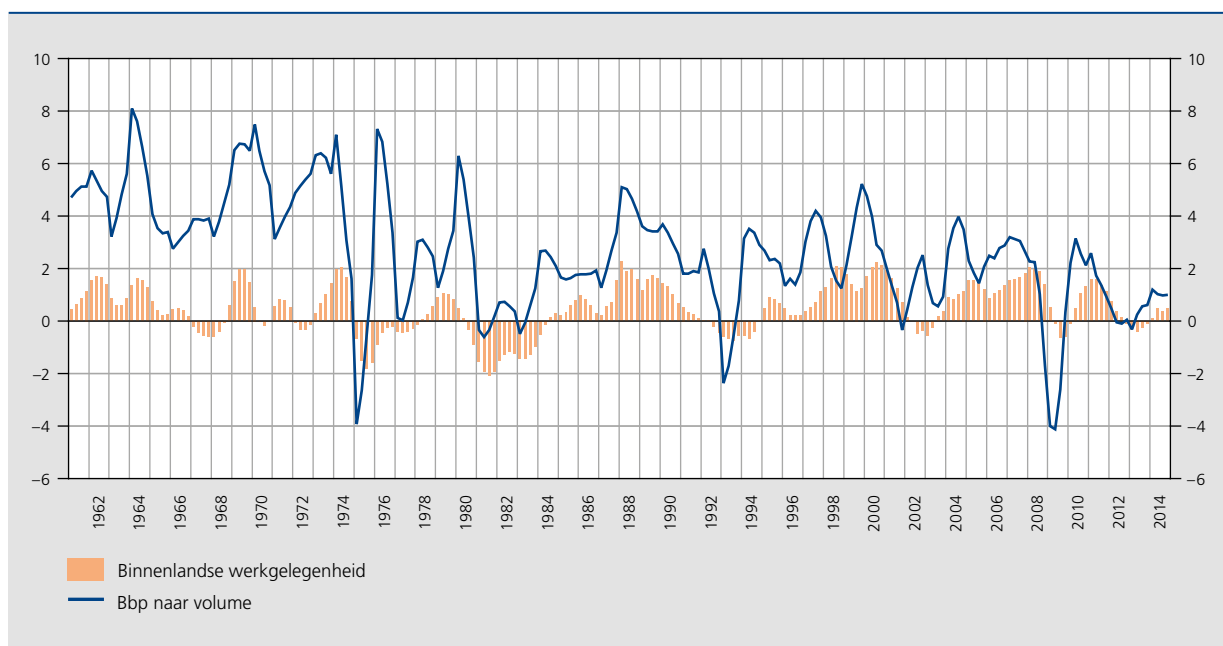
Dankzij diverse systemen, bijvoorbeeld de aanpassing van de overuren, de overstap naar deeltijdwerk of de toepassing van het stelsel van tijdelijke werkloosheid, kunnen de ondernemingen hun arbeidskrachten beter inzetten in overeenstemming met de productienoden (interne kwantitatieve aanpassing). Dit neemt niet weg dat, wanneer die marges opgebruikt zijn en de financiële draagkracht van de ondernemingen in het gedrang komt tegen de achtergrond van een aanhoudende conjunctuurvertraging, ontslagen onvermijdbaar worden (externe kwantitatieve aanpassing). Ook vanwege de regels die moeten worden nageleefd in het kader van de collectieve ontslagprogramma's, zal het enige tijd duren vooraleer het ontslag ook effectief in werking treedt. In werkelijkheid kunnen er verschillende maanden verstrijken tussen

GRAFIEK 1 SCHEMA VAN HET BOEKHOUDKUNDIG VERBAND TUSSEN BEDRIJVIGHEID EN WERKGELEGENHEID



GRAFIEK 2 HISTORISCH VERLOOP VAN DE WERKGELEGENHEID EN DE ECONOMISCHE GROEI

(seizoengezuiverde en voor kalenderinvloeden gecorrigeerde gegevens, veranderingspercentages ten opzichte van het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, OESO.

de aankondiging van een collectief ontslag en het banenverlies, wat bijdraagt tot die verschuiving in de tijd.

In het omgekeerde scenario van een economische opleving is het pas wanneer de flexibiliteitshefbomen van de ondernemingen zijn opgebruikt en de vraag blijft aantrekken, dat die ondernemingen een beroep doen op extra arbeidskrachten, waarbij ook hier de indienstnemingsprocedure enige tijd in beslag neemt.

2. Uitsplitsing van de bbp-groei

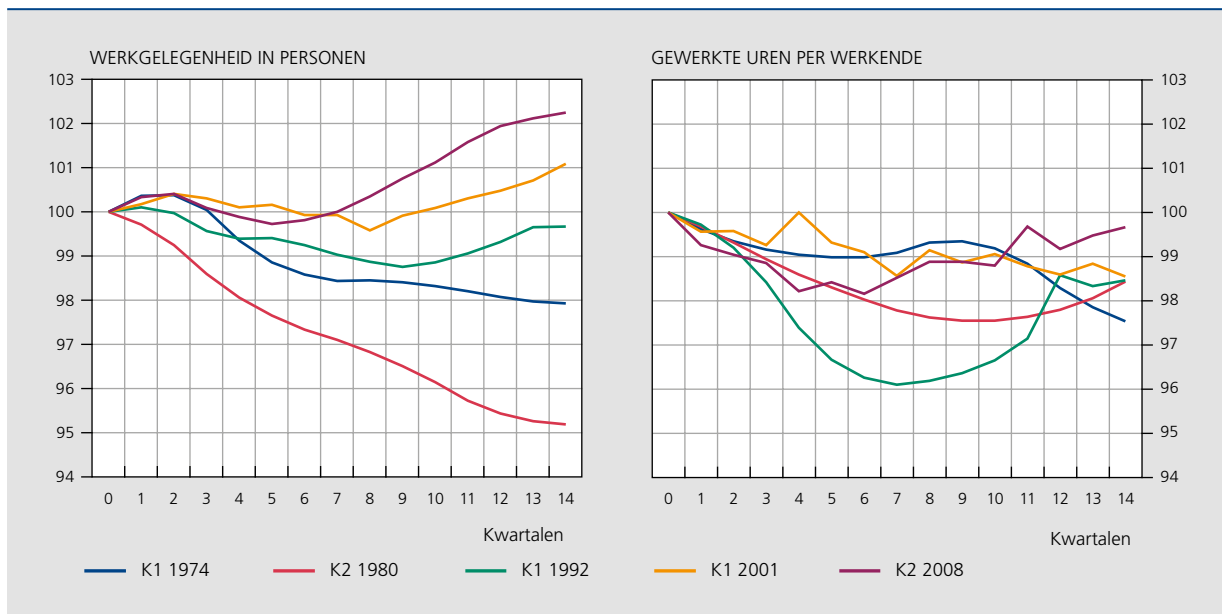
Drie factoren kunnen tot de wijziging in het bbp bijdragen: de wijziging in de werkgelegenheid, in de gemiddelde arbeidsduur (de gewerkte uren per werkende) en in de productiviteit per uur (het bbp per gewerkt uur of de zichtbare arbeidsproductiviteit). De relatieve bijdrage van deze factoren is niet stabiel in de tijd. De reactietermijn en -duur van de werkgelegenheid kan worden aangetoond door eerst het niveau te bepalen van het personeelsbestand tijdens de bbp-piek die aan een recessie voorafgaat en vervolgens na te gaan op welk ogenblik de achteruitgang inzet en hoelang de dalende beweging aanhoudt. In Grafiek 3 wordt dit aangetoond voor de vijf recessieperiodes die in België tussen 1970 en 2014 werden opgetekend:

- tijdens de eerste oliecrisis in de jaren zeventig reageerde de werkgelegenheid met een vertraging van drie kwartalen op de teruggang van de bedrijvigheid. Zodra de arbeidsmarkt begon te reageren, ging de werkgelegenheid er gedurende een jaar fors op achteruit. Daarna hield de nettobanenvernietiging aan, zij het in een trager tempo;
- in de periode 1980-1981, na de tweede oliecrisis, reageerde de werkgelegenheid ogenblikkelijk en aan een hoog tempo. Het banenverlies ging meer dan drie jaar door;
- bij de volgende recessie, die in 1992 begon, was het nettobanenverlies veel gematigder, met een bijna onmiddellijke doch vrij trage daling en een toename die slechts vanaf het tiende kwartaal op gang kwam (dus na meer dan twee jaar);
- tijdens de recessieperiode van 2001 ging de reële bedrijvigheid er in vrij geringe mate op achteruit. De nettobanenvernietiging volgde pas met een vertraging van drie kwartalen en ze bleef gematigd vergeleken met de andere economische crisissen;
- tijdens de grote recessie, ten slotte, volgde de werkgelegenheid de teruglopende bedrijvigheid met een vertraging van drie kwartalen. De van het ene op het andere kwartaal negatieve groei van de werkgelegenheid werd derhalve opgetekend vanaf begin 2009. In vergelijking met de piek van de bedrijvigheid vóór de

GRAFIEK 3

REACTIE VAN DE BINNENLANDSE WERKGELEGENHEID IN PERSONEN EN VAN HET GEMIDDELD AANTAL UREN PER WERKENDE TIJDENS DE PERIODES VAN ECONOMISCHE RECESSIE

(seizoengezuiverde en voor kalenderinvloeden gecorrigeerde gegevens, indexcijfers, respectievelijk het werkgelegenheidsniveau en het niveau van de gewerkte uren die overeenstemmen met de bbp-piek naar volume vóór de recessie = 100)



Bronnen: INR, OESO, NBB.

recessie, viel het nettobanenverlies veel geringer uit dan tijdens de vorige periodes, zeker in vergelijking met de teruggang van de reële bedrijvigheid. Als gevolg van de overheidsschuldcrisis in het eurogebied nam de werkgelegenheid in België tussen 2012 en 2013 opnieuw af (voorbij de tijdspanne van veertien kwartalen die in Grafiek 3 voor deze oefening werd geselecteerd).

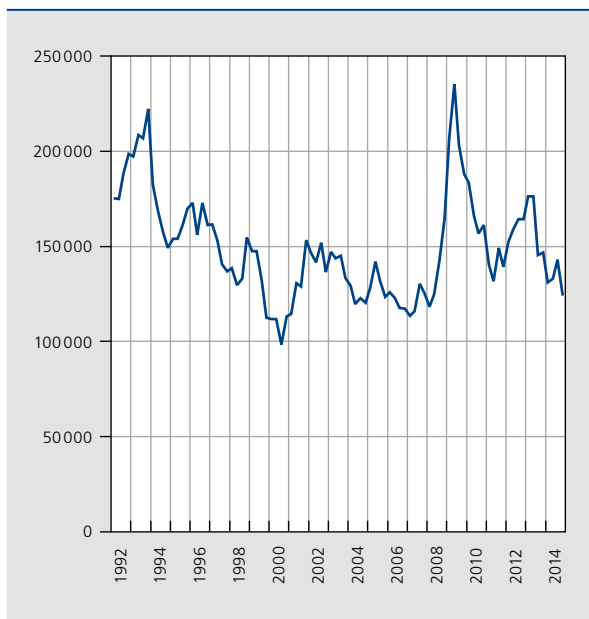
De manoeuvreermarges waarover de ondernemingen beschikken, verklaren dat de reactietermijnen van de werkgelegenheid op het verloop van het bbp korter kunnen zijn in termen van gewerkte uren dan in termen van aantal werknemers. Tijdens de eerste oliecrisis bleef het aantal per persoon gewerkte uren teruglopen, een beweging die reeds lang voordien had ingezet en bijgevolg vooral de afspiegeling was van een trendmatige daling van de gemiddelde arbeidsduur. In de loop van de tweede oliecrisis daalde het gemiddeld aantal uren samen met de werkgelegenheid, hoewel het ietwat sneller opnieuw opliep. Aan het begin van de jaren negentig daalde het aantal uren sterker dan de werkgelegenheid, maar na zeven kwartalen herstelde het zich. Het prioritair gebruik van de intensieve marge (gemiddelde arbeidsduur) was vooral duidelijk tijdens de recessie bij het begin van de jaren 2000 en in 2008-2009. Begin jaren 2000 daalde het gemiddeld aantal uren evenwel relatief traag, terwijl de gewerkte uren per werknemer sneller werden aangepast

op het ogenblik dat de grote recessie uitbrak. De vertraging in het arbeidstempo was toen over vier kwartalen gespreid.

Dat de werkgelegenheid in België relatief stabiel bleef ondanks de diepgaande crisis in 2008-2009 wordt geregeld toegeschreven aan het beroep op de tijdelijke werkloosheid en aan de in 2009 genomen crisismaatregelen. Tijdelijk werklozen blijven immers ingeschreven in het personeelsregister van de onderneming, maar ze werken niet op de dagen in kwestie. Vertrekkend van een vrij laag tijdelijk werkloosheidsniveau in 2008, steeg het in 2009 op spectaculaire wijze tot een historisch hoog niveau. De destijds genomen extra maatregelen (de zogeheten 'crisismaatregelen') oogstten daarentegen slechts een beperkt succes. Op het dieptepunt van de recessie waren meer dan 200 000 arbeiders ingeschreven als tijdelijk werklozen, maar het vergelijkbaar systeem voor bedienden (de inmiddels permanent geworden 'schorsing bedienden ingevolge werkgebrek voor ondernemingen in moeilijkheden') telde in 2010 hooguit 8 000 personen. Het crisistijdscrediet, dat een als 'onderneming in moeilijkheden' erkend bedrijf in staat stelde zijn voltijdwerkers individueel een tijdscrediet voor te stellen in de vorm van een 1/2 of 1/5 vermindering van de arbeidstijd, betrof overigens minder dan 3 000 personen.

GRAFIEK 4 VERLOOP VAN DE TIJDELIJKE WERKLOOSHEID

(arbeiders, in fysieke eenheden, voor alle categorieën samen⁽¹⁾, seizoengezuiverde kwartaalgemiddelden)



Bronnen: RVA, NBB.

(1) De tijdelijke werkloosheid om economische redenen vertegenwoordigt ongeveer 70% (gemiddeld over de periode 1999–2014).

Het beroep op de tijdelijke werkloosheid door de Belgische ondernemingen is in feite een sterk structureel gegeven; tussen 1992⁽¹⁾ en 2014 kwam het aantal begunstigden slechts gedurende één kwartaal (het derde kwartaal van 2000) onder de 100 000 personen uit (gemiddeld beschouwd). Dat instrument bestaat in België reeds geruime tijd. Reeds bij zijn oprichting in 1935 voorzag de Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening en Werkloosheid (de voorloper van de RVA) in een vorm van tijdelijke werkloosheid voor arbeiders, hoewel het toen aan een wettelijk kader ontbrak⁽²⁾.

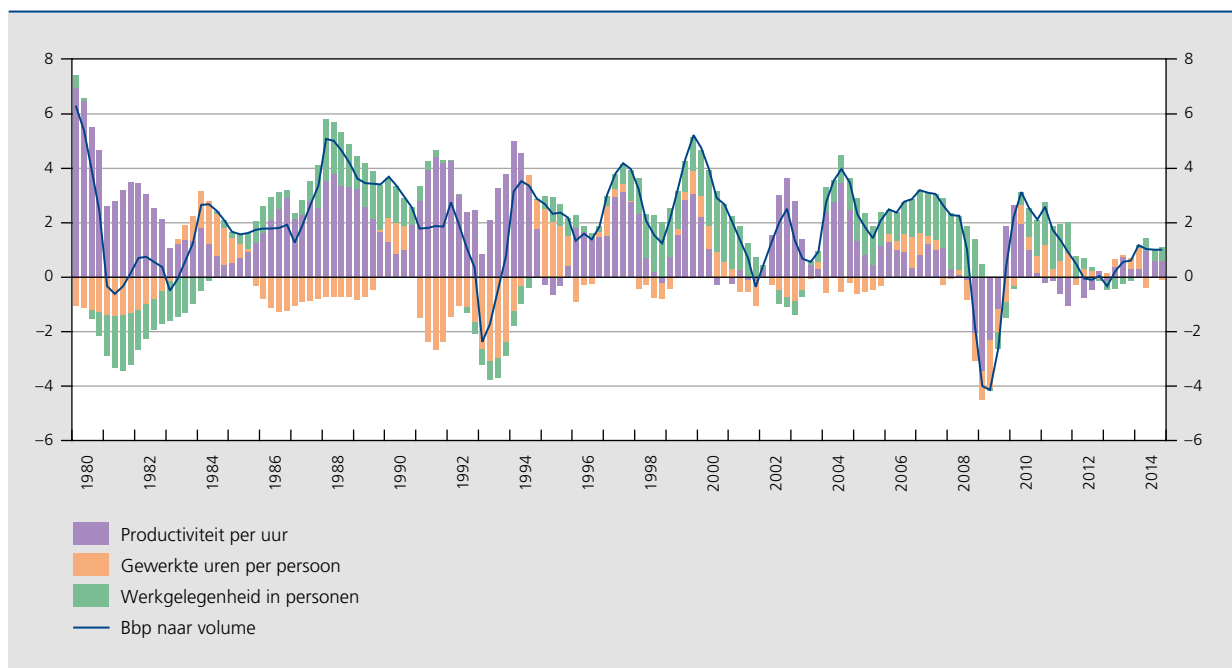
Het verschil tussen het verloop van het totale arbeidsvolume en dat van de reële bedrijvigheid stemt overeen met de mechanische aanpassing van de zichtbare arbeidsproductiviteit per uur. Grafiek 5 hieronder geeft, voor de periode 1980-2014, het verloop weer van de groeipercentages van de intensieve en extensieve marges teneinde op die manier het gedrag ervan gedurende de hele economische

(1) Begin van de reeks, uitgedrukt in aantal begunstigden van betalingen.

(2) In 1954 werden de verschillende mogelijkheden om een arbeidsovereenkomst te schorsen (onder meer gebrek aan werk om economische redenen, wegens slechte weersomstandigheden of door volmacht) gelegaliseerd, zonder beperking van de toegang per activiteitssector. Voor de bouwsector bestaat er echter een specifiek stelsel. Mettertijd zijn er inzake tijdelijke werkloosheid nieuwe maatregelen van kracht geworden (verplichting tot melding aan de RVA, controleprocedures, hoogte van de vervangingsuitkeringen, enz.), waarvan sommige van toepassing zijn op alle sectoren, andere enkel op de bouwsector.

GRAFIEK 5 UITSPLOTSING VAN DE BBP-GROEI

(seizoengezuiverde en voor kalenderinvloeden gecorrigeerde gegevens, veranderingspercentages ten opzichte van het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar)



Bronnen: INR, OESO, NBB.

cyclus te bestuderen. Historisch beschouwd, fungeert de productiviteit per uur als buffer, en zulks zowel bij een conjunctuurvertraging – wanneer de productiviteit minder sterk toeneemt – als bij een conjunctuurherstel – wanneer de groei aantrekt en de ondernemingen eerst hun marges willen herstellen. Hoewel de productiviteit per uur op cyclische wijze groeit, is die groei tot bij de uitbraak van de grote recessie bijna steeds positief gebleven. Aangezien de opgetekende individuele uren nadien in vrij beperkte mate daalden, was het daarentegen de productiviteit per uur die meer te lijden had onder de inkrimping van de bedrijvigheid

Ter vrijwaring van de werkgelegenheid kunnen, enerzijds, de ondernemingen zich verzoenen met een daling van de productiviteit per uur en kunnen, anderzijds, de loontrekkenden een daling van het aantal gewerkte uren en, derhalve, van hun inkomen aanvaarden. De vrees van de werkgevers om – tegen de achtergrond van mismatches op de arbeidsmarkt en de vergrijzing van de bevolking – bij een economische opleving niet over voldoende geschoolde arbeidskrachten te beschikken, zou dus groter zijn geweest dan de vrees voor een tijdelijk verlies aan rentabiliteit als gevolg van de dalende arbeidsproductiviteit per uur.

Tijdens de grote recessie bleef het banenverlies aanvankelijk beperkt doordat, zolang de fundamentals van de ondernemingen solide waren, arbeidskrachten in reserve werden gehouden (labour hoarding). De nieuwe daling van het bbp in 2012 deed de werkgelegenheid in personen in 2013 evenwel sterker dalen dan in 2009. Dat kwam vooral doordat de labour hoarding-mechanismen hun bufferrol niet meer in dezelfde mate vervulden als in 2008 en 2009. De lang aanhoudende crisis en de aarzelende exit eruit hadden de financiële draagkracht van sommige ondernemingen aangetast, waardoor een aanpassing van

het personeelsbestand onvermijdelijk werd. Bovendien werden de voorwaarden om een beroep te doen op tijdelijke werkloosheid om economische redenen verscherpt doordat een responsabiliseringsbijdrage werd ingevoerd. Zo liep het aantal tijdelijk werklozen in 2013 terug tot een niveau in de buurt van zijn langetermijngemiddelde.

3. Productiviteit en arbeidsintensiteit van de groei: een analyse op lange termijn

De productiviteit schommelt volgens het verloop van de conjunctuur, rond een middellange- tot langetermijntendens. Het is van essentieel belang een onderscheid te maken tussen de trendmatige productiviteitswinsten en hun conjunctuurverloop. In Tabel 1 wordt getracht om aan de hand van de gemiddelde groeicijfers per decennium het verloop van de trendmatige component weer te geven.

Uitgedrukt in gemiddelde jaarlijkse groeicijfers, daalde de productiviteitswinst per gewerkt uur van 4,2 % in de jaren zeventig tot 0,9 % in de jaren 2000 en tot slechts 0,1 % in de periode 2010-2014. Die productiviteitstendens vertoont een soortgelijk profiel als het trendmatig bbp-verloop. In de jaren zeventig bedroeg de gemiddelde jaarlijkse groei van het bbp 3,4 %, terwijl hij in de jaren tachtig en negentig ongeveer 2 % beliep. In de jaren 2000 en 2010 bleef dat groeitempo vertragen en de afgelopen jaren kwam het gemiddeld beschouwd niet meer boven de 1 % uit. De andere component van het bbp, het arbeidsvolume, liet in de jaren zeventig en tachtig een negatieve groei optekenen, maar tijdens de afgelopen periode nam het traag toe tot 1 %.

Het verschil tussen de gemiddelde jaarlijkse groeicijfers van de productiviteit per gewerkt uur en de productiviteit

TABEL 1 GEMIDDELDE JAARLIJKSE GROEI VAN DE COMPONENTEN VAN DE BEDRIJVIGHEID
(jaargemiddelden, in %)

	1970-1980	1980-1990	1990-2000	2000-2010	2010-2014 ⁽¹⁾
Bbp	3,4	2,0	2,2	1,5	1,0
Werkgelegenheid	0,2	0,2	0,6	0,9	0,6
Arbeidsvolume	-0,8	-0,1	0,2	0,6	1,0
Productiviteit per persoon	3,2	1,8	1,7	0,6	0,4
Productiviteit per uur	4,2	2,1	2,0	0,9	0,1

Bronnen: INR, OESO.

(1) De resultaten voor deze kortere periode worden beïnvloed door de grote recessie en de overheidsschuldencrisis.

per werknemer komt overeen met het verloop van de gemiddelde arbeidsduur. Dat verschil is metertijd kleiner geworden als gevolg van verschillende factoren die verband houden met, onder meer, een daling van het aantal contractuele uren, het groter wordende aandeel van deeltijdarbeid, het toegenomen gebruik van tijdskrediet alsook met de in de economie opgetekende wijzigingen in de werkgelegenheidsstructuur (zie verderop).

Definieert men de arbeidsintensiteit van de groei als de verhouding tussen de werkgelegenheidstoename en de stijging van de bedrijvigheid, dan is dat het omgekeerde van de groei van de productiviteit per werknemer. De arbeidsintensiteit van de groei vertoont de facto een duidelijk opwaartse tendens. Parallel met het verloop van de jaarlijkse groei van het bbp, tussen de jaren zeventig en 2000, trok de gemiddelde jaarlijkse werkgelegenheids groei aan van 0,2 tot 0,9% (0,6% in 2010-2014). Zodoende – zonder in dit stadium nader in te gaan op de ontwikkelingen tussen tendens en cyclus – creëerde de economie, voor 1% groei van de bedrijvigheid, geen extra banen in de jaren zeventig; in de jaren negentig zorgde datzelfde 1% groei voor 0,3% supplementaire arbeidsplaatsen, en meer recentelijk voor 0,6% extra banen. Om echter na te gaan hoe gevoelig de werkgelegenheid voor de groei (elasticiteit) is, moet uitsluitend worden gefocust op de cyclische component van de reeksen, een oefening die in Paragraaf 5 wordt gemaakt.

Er zij overigens op gewezen dat de arbeidsintensiteit van de groei verschilt naargelang van het soort activiteit. Ze is betrekkelijk hoog in de dienstverlening, terwijl ze in de industrie zwakker en zelfs negatief is vanwege de onafgebroken forse stijging van de productiviteit in deze branche (zie verderop). Voor de economie als geheel hangt de arbeidsintensiteit af van de structuur van de bedrijvigheid en zou het verloop ervan kunnen worden beïnvloed door de geleidelijke overgang naar een diensteneconomie.

In een omgeving waarin de informatisering van de beroepen zich voortzet, kan dit misschien in tegenspraak lijken met bepaalde voorspellingen over de mogelijkheid dat 'menselijke' beroepen op grote schaal zouden worden vervangen door robots. In het economisch debat ter zake gaan de aanhangers van de 'maximalistische' benadering vrij ver aangezien zij oordelen dat de automatisering van de beroepen niet alleen betrekking zal hebben op routinetaken, maar ook steeds meer op gekwalificeerde beroepen die cognitieve en niet-routinematige taken inhouden. In het onderzoek van Frey en Osborne (2013) wordt een probabileriteit van automatisering toegepast op honderden beroepen in de Verenigde Staten. De beroepen die een hoge graad van creativiteit, sociale competenties, perceptuele en behandelingskwaliteiten impliceren, lopen

minder gevaar. Het Bruegel-instituut maakte dezelfde oefening voor de Europese landen (Bowles, 2014). Daaruit blijkt dat in België voor de helft van de beroepen automatiseringsgevaar dreigt. De resultaten van dergelijke onderzoeken moeten echter worden genuanceerd vanwege duidelijk omgeven met onzekerheid. Er wordt trouwens niet vermeld over welke tijdshorizon de veranderingen zich zouden kunnen voordoen; het is niet ondenkbaar dat de huidige beroepen tegen die tijd anders zullen zijn gedefinieerd. Het tempo waarin nieuwe beroepen verdwijnen en ontstaan (en die precies als gevolg van die technologische veranderingen zouden kunnen ontstaan) is immers geen nieuw verschijnsel; het is de kern van de economische problemen waarmee Schumpeter zich bezighield.

4. Invloed van het verloop van de activiteitsstructuur

4.1 Werkgelegenheidsverloop in de bedrijfstakken⁽¹⁾

De werkgelegenheid reageert niet in alle bedrijfstakken identiek op de conjunctuurschommelingen. Tot de zogenoemde markt- of conjunctuurgevoelige bedrijfstakken behoren de landbouw, de bouwnijverheid, de industrie en de marktdiensten⁽²⁾. De niet-marktdiensten omvatten de overheidsdiensten en het onderwijs, alsook de gezondheidszorg, de maatschappelijke dienstverlening en de overige niet-marktdiensten.

In de niet-marktdiensten liet de werkgelegenheid tot eind 2011, dus ook op het dieptepunt van de grote recessie, een stabiele groei optekenen. Tegen de achtergrond van de begrotingsconsolidatie is die groei sinds 2012 vertraagd. In de marktdiensten, daarentegen, sluiten de wijzigingen in de werkgelegenheid nauwer aan bij die van de bedrijvigheid en in 2009 liep het aantal werkenden er terug. In de industrie, ten slotte, gaan sinds 2002 continu banen verloren, een tendens die tijdens de grote recessie nog sterker werd. Die 'structurele' achteruitgang weerspiegelt deels de reorganisatie van het productieproces in de industrie: functies die voorheen in de bedrijven van de branche zelf werden uitgeoefend, werden overgeplaatst naar het buitenland of overgeheveld naar

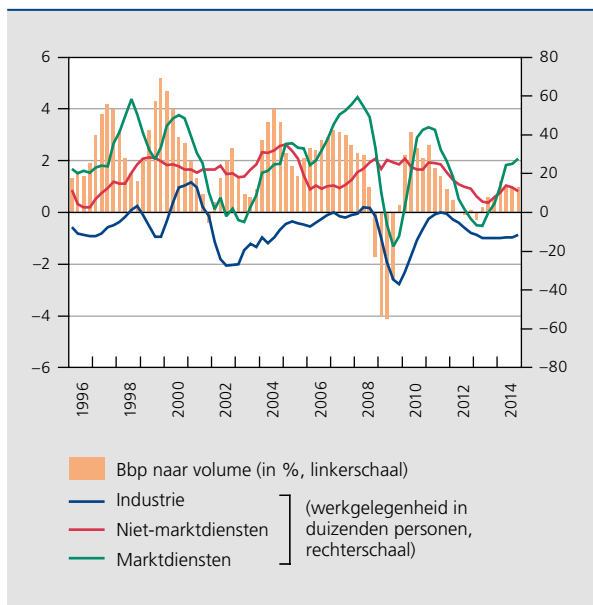
(1) In de huidige reeksen van het INR (ESR 2010) begint de uitsplitsing van de werkgelegenheid naar bedrijfstak in 1995.

(2) Groot- en detailhandel; reparatie van motorvoertuigen en motorfietsen; vervoer en opslag; verschaffen van accommodatie en maaltijden; informatie en communicatie; financiële activiteiten en verzekeringen; exploitatie van en handel in onroerend goed; vrije beroepen en wetenschappelijke en technische activiteiten en administratieve en ondersteunende diensten

GRAFIEK 6

GROEI VAN DE BEDRIJVIGHEID EN DE WERKGELEGENHEID VOLGENS BEDRIJFSTAK

(seizoengezuiverde en voor kalenderinvloeden gecorrigeerde gegevens, verandering t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar)



Bron: INR.

dienstverlenende ondernemingen ten behoeve van een grotere flexibiliteit en een betere kostenbeheersing.

In 2014 bedroeg het aandeel van de industriële werkgelegenheid in de totale werkgelegenheid gemiddeld 12 %, tegen 19 % in 1995; dat van de marktdiensten maakte met 46 % (tegen 41 % bijna twintig jaar eerder) het leeuwendeel uit en de niet-marktdiensten waren goed voor 35 % van de totale werkgelegenheid, dat is meer dan een derde⁽¹⁾.

Tijdens de grote recessie kon het banenverlies derhalve niet alleen worden beperkt dankzij de traditionele flexibiliteitsinstrumenten, maar ook doordat sommige branches minder gevoelig bleken voor activiteitsschommelingen, vooral de doorgaans sterk overheidsgesubsidieerde niet-marktdiensten.

De niet-marktsector heeft in België een relatief groot aandeel in de werkgelegenheid. Sinds 1995 is de werkgelegenheidsgroei in België voornamelijk het resultaat van de nettocreatie van arbeidsplaatsen die volledig of grotendeels door de overheid worden gefinancierd. Het gaat niet alleen om extra personeel in de overheidsdiensten en

het onderwijs, maar ook en vooral om werknemers in de 'gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening' en om personen die in het stelsel van de dienstencheques bij particuliere werkgevers werken. Al met al werden naar schatting zeven op de tien tussen 1995 en 2014 gecreëerde banen voornamelijk door de overheid gefinancierd.

De tertiërisering van de economie is een van de factoren achter de fundamentele tendens van de totale productiviteit en de gemiddelde arbeidsduur.

4.2 Arbeidsduur in de bedrijfstakken

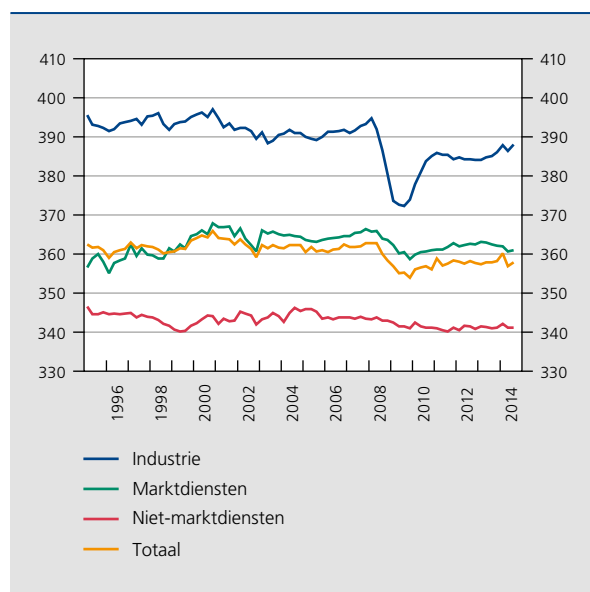
De gemiddelde arbeidsduur in de dienstensector ligt doorgaans lager dan die in de industrie. Eind 2014 werkte een werknemer in de industrie gemiddeld 388 uur per kwartaal, tegen 361 in de marktdiensten en slechts 341 in de niet-marktdiensten. Bovendien loopt het gemiddeld aantal uren per werknemer in de niet-marktdiensten, net als in de industrie, trendmatig terug. Het in 2009 opgetekende dieptepunt in de industrie is toe te schrijven aan de sterke aanpassing van de werkuren van de loontrekkeners als reactie op de crisis. Het aantal werkuren is nog steeds niet naar zijn vroeger peil teruggekeerd.

Die aanzienlijke niveaoverschillen worden verklaard door het grotere aantal deeltijdwerkers in de dienstensector,

GRAFIEK 7

GEMIDDELD AANTAL GEWERKTE UREN PER WERKNEMER VOLGENS BEDRIJFSTAK

(niveau per kwartaal, seizoengezuiverde en voor kalenderinvloeden gecorrigeerde gegevens)



Bron: INR.

(1) De landbouw en de bouwnijverheid werden niet in aanmerking genomen.

vooral in de niet-marktdiensten. Volgens de resultaten van de enquête naar de arbeidskrachten (EAK) was in 2013 meer dan een derde van de werknemers in de niet-marktdiensten deeltijds werkzaam. In de marktdiensten heeft ongeveer een kwart van de werknemers een deeltijdbaai en in de industrie werkt slechts één op de tien werknemers niet voltijds. De wijziging in de werkgelegenheidsstructuur, waarbij het aantal bedrijfstakingen met een hoge mate van deeltijdarbeid is toegenomen, heeft derhalve de totale gemiddelde arbeidsduur in de economie gedrukt.

De oververtegenwoordiging van vrouwen in sommige bedrijfstakingen is daar niet vreemd aan. Twee derde van de banen in de niet-marktdiensten wordt immers door vrouwen bezet. In meer dan 40 % van de gevallen werken vrouwen deeltijds. Die ratio is sinds het begin van de jaren tachtig verdubbeld. Slechts ongeveer één op de tien mannelijke werkenden heeft een deeltijdbaai, maar dat aandeel is sinds begin jaren tachtig vervijfvoudigd. In totaal is het aandeel van de deeltijdarbeid toegenomen van 8 % tot bijna een kwart van de werkenden over dezelfde periode. De stijgende arbeidsparticipatie van vrouwen, het langere beroepsleven van oudere werknemers en de grotere betrokkenheid van mannen in de gezinsverantwoordelijkheden zijn factoren die deze tendens ondersteunen.

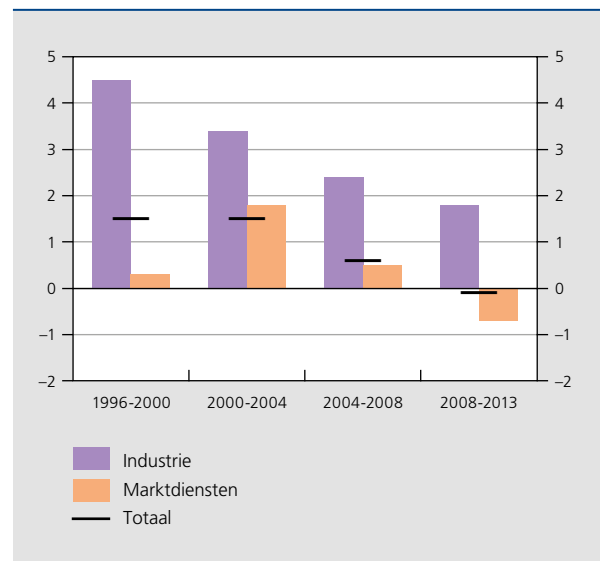
4.3 Productiviteit in de bedrijfstakingen

Wijzigingen in het relatieve gewicht van de bedrijfstakingen in de economie kunnen ook voor een deel het verloop van de gemiddelde arbeidsproductiviteit verklaren. In de praktijk kan de productie van alle economische activiteiten niet worden gemeten aangezien het in sommige gevallen om niet-marktactiviteiten gaat⁽¹⁾. In dat geval wordt de toegevoegde waarde in de nationale rekeningen geraamd als de som van de kosten⁽²⁾. De productiviteitsmeting is op dat ogenblik vertekend vermits iedere wijziging in de loonsom integraal tot uiting komt in de verandering van de toegevoegde waarde. Om die reden wordt het trendmatig verloop van de productiviteit in Grafiek 8 enkel vergeleken voor de industrie en de marktdiensten.

Zowel qua niveau als qua groei heeft de productiviteit altijd al lager gelegen in de dienstensector dan in de industrie. In de industrie is het gemiddeld jaarlijks groeitempo van de productiviteit per uur afgenomen van 4,5 % in 1996-2000 tot 1,8 % tijdens de recente periode waarin zich de grote recessie heeft voorgedaan. In de

(1) De verkoopprijs dekt minder dan 50 % van de productiekosten.
 (2) Intermediair verbruik, beloning van werknemers, andere voor subsidies gecorrigeerde productiegebonden belastingen en verbruik van vaste activa.

GRAFIEK 8 GEMIDDELTE JAARLIJKSE GROEI VAN DE PRODUCTIVITEIT PER UUR VOLGENS BEDRIJFSTAK⁽¹⁾
 (jaargemiddelden, in %)



Bronnen: INR, NBB.
 (1) Op basis van de gedetailleerde jaarrekeningen, waarbij het laatst beschikbare jaar 2013 is. Raming van het aantal gewerkte uren van de zelfstandigen vóór 1999.

marktdiensten trok de gemiddelde jaarlijkse groei van de productiviteit in de periode 2000-2004 fors aan – dit als gevolg van, onder meer, de toegenomen kapitaalintensiteit, vooral wat investeringen in ICT betreft (Federaal Planbureau, 2007) –, zonder evenwel uit te stijgen boven het groeitempo in de industrie. In de telecommunicatie bedroeg de gemiddelde jaarlijkse groei over de periode 2000-2004 ruim 10 %; tijdens diezelfde periode lag hij boven de 5 % in de handelsactiviteiten. In de financiële en verzekeringsactiviteiten beliep dat groeitempo in de tweede helft van de jaren negentig meer dan 5 %. Nadien vertraagde de gemiddelde jaarlijkse groei in de marktdiensten en in de periode 2008-2013 werd hij negatief. Ondanks de aanvankelijk veelbelovende ontwikkelingen liet de groei van de productiviteitswinsten voor de gehele economie aldus een trendmatig dalende optekening.

5. Raming van het verband tussen bedrijvigheid en werkgelegenheid

Zoals uiteengezet in Paragraaf 3 hierboven en weergegeven in Tabel 1, vertonen het groeitempo van het bbp, de werkgelegenheid en het totale aantal gewerkte uren niet-lineaire en uiteenlopende tendensen. Dit impliceert dat het, wil men de verbanden tussen die variabelen in de loop van de conjunctuurcyclus bestuderen en vooral meten, van essentieel belang is de cyclus te onderscheiden

van de trend. Dat onderscheid kan worden gemaakt op de in Grafiek 1 voorgestelde kernvariabelen uit de wet van Okun (1962). Die wet geeft de empirische regelmaat weer die Okun optekende inzake het verband tussen de werkloosheid en het reëel bbp:

$$U_t - U_t^* = \alpha(Y_t - Y_t^*) + \varepsilon_t^{uy}, \alpha < 0 \quad (2)$$

waarin U_t voor de werkloosheidsgraad staat, Y_t voor het Neperiaanse logaritme van het reëel bbp, en U_t^* en Y_t^* voor de trendmatige waarde van die variabelen. Het verschil tussen de opgetekende en de trendmatige waarde van een variabele is de conjunctuurcomponent van die variabele, of nog, de gap voor die variabele. Coëfficiënt α beschrijft dus de gevoeligheid van de conjunctuurcomponent van de werkloosheidsgraad voor de verandering met 1% van de conjunctuurcomponent van het bbp. Vergelijking (1) hierboven wordt gewoonlijk gehanteerd om te ramen hoeveel procent (te weten $-1/\alpha$) de reële bedrijvigheid moet uitkomen boven haar langetermijntrend om de werkloosheidsgraad met één procentpunt te doen dalen ten opzichte van het langetermijnevenwicht.

Dat verband kan worden beschouwd als de resultante van twee andere beproefde empirische relaties, namelijk de positieve correlatie tussen de conjunctuurcomponent van de werkgelegenheid en die van het bbp, enerzijds, en de negatieve correlatie tussen de conjunctuurcomponent van de werkgelegenheid en die van de werkloosheid, anderzijds:

$$E_t - E_t^* = \beta(Y_t - Y_t^*) + \varepsilon_t^{ey}, \beta > 0 \quad (3)$$

$$U_t - U_t^* = \gamma(E_t - E_t^*) + \varepsilon_t^{ue}, \gamma < 0 \quad (4)$$

met⁽¹⁾: $\gamma = \alpha/\beta$ en $\varepsilon_t^{uy} = \varepsilon_t^{ue} + \gamma\varepsilon_t^{ey}$

waarin E_t het Neperiaanse logaritme van de werkgelegenheid in personen is.

De uitsplitsing trend/cyclus kan aan de hand van verschillende methoden worden gemaakt. Er bestaat een zekere consensus over de door Hodrick en Prescott ge vulgariseerde methode⁽²⁾. Een van de voordelen van die methode is dat ze het mogelijk maakt expliciet rekening te houden met veranderingen in de middellange-/langetermijntrend, dit in tegenstelling tot een analyse van het groeitempo van de beschouwde variabele die impliciet een constante

(1) Vervangt men de rechterterm van vergelijking (4) in de linkerterm van vergelijking (3), dan verkrijgt men een uitdrukking gelijk aan vergelijking (2). De in de tekst vermelde restricties vereisen dat het geraamde stelsel coherent is met de beoogde uitsplitsing.

(2) De methode zelf werd in 1923 uitgewerkt door de wiskundige Edmund Whittaker. Ze hanteert een strafcoëfficiënt λ voor het eerste verschil van de trend. Die coëfficiënt wordt doorgaans bepaald op 1 600 voor driemaandelijkse variabelen, wat hier wordt toegepast.

lineaire trend veronderstelt. Die uitsplitsing wordt in Grafiek 9 weergegeven voor het bbp, enerzijds, en voor de werkgelegenheid, anderzijds.

Het verschil tussen tendens en brutoreeks levert de conjunctuurcomponent op, uitgedrukt als afwijkingpercentage ten opzichte van de tendens. Bij constructie evolueert het stationair rond nul. Wanneer de conjunctuurcomponenten van de werkgelegenheid en het reëel bbp samen worden beschouwd, bieden zij een schat aan informatie:

- de werkgelegenheid lijkt inderdaad een vertraagde procyclische variabele te zijn, in die zin dat het verloop ervan licht achterblijft bij dat van het bbp. Een en ander komt duidelijker tot uiting dan in Grafiek 2, waar de werkgelegenheid uitgedrukt wordt in groei op jaarbasis. Bovendien stemt het verloop ervan tijdens de conjunctuurcyclus qua omvang ongeveer overeen met twee derde van dat van het bbp;
- van de ene cyclus tot de andere kan het verband werkgelegenheid-bbp variëren in intensiteit. Nemen we het voorbeeld van de dubbele recessie van 2008-2010 en 2011-2012. Tijdens de financiële crisis reageerde de conjunctuurcomponent, zowel bij de stijgende als bij de dalende fase rond 2008, met enige vertraging en zeer gematigd. Tijdens de 'naschok' van de overheidsschuldencrisis, daarentegen, reageerde de werkgelegenheid tegelijkertijd en precies in dezelfde mate als de economische bedrijvigheid.

5.1 Raming voor diverse economieën

Er zij aangestipt dat de uitdrukkingen (2) tot (4) geenszins volledig opgaan van kwartaal tot kwartaal. Om de coëfficiënten van die vergelijkingen, namelijk α , β en γ , econometrisch te ramen, kan dan ook beter een dynamische specificatie worden gehanteerd. De hier gespecificeerde dynamiek laat toe dat de cyclus van de werkgelegenheid licht achterblijft bij die van de reële economische bedrijvigheid, zoals hierboven werd aangegeven.

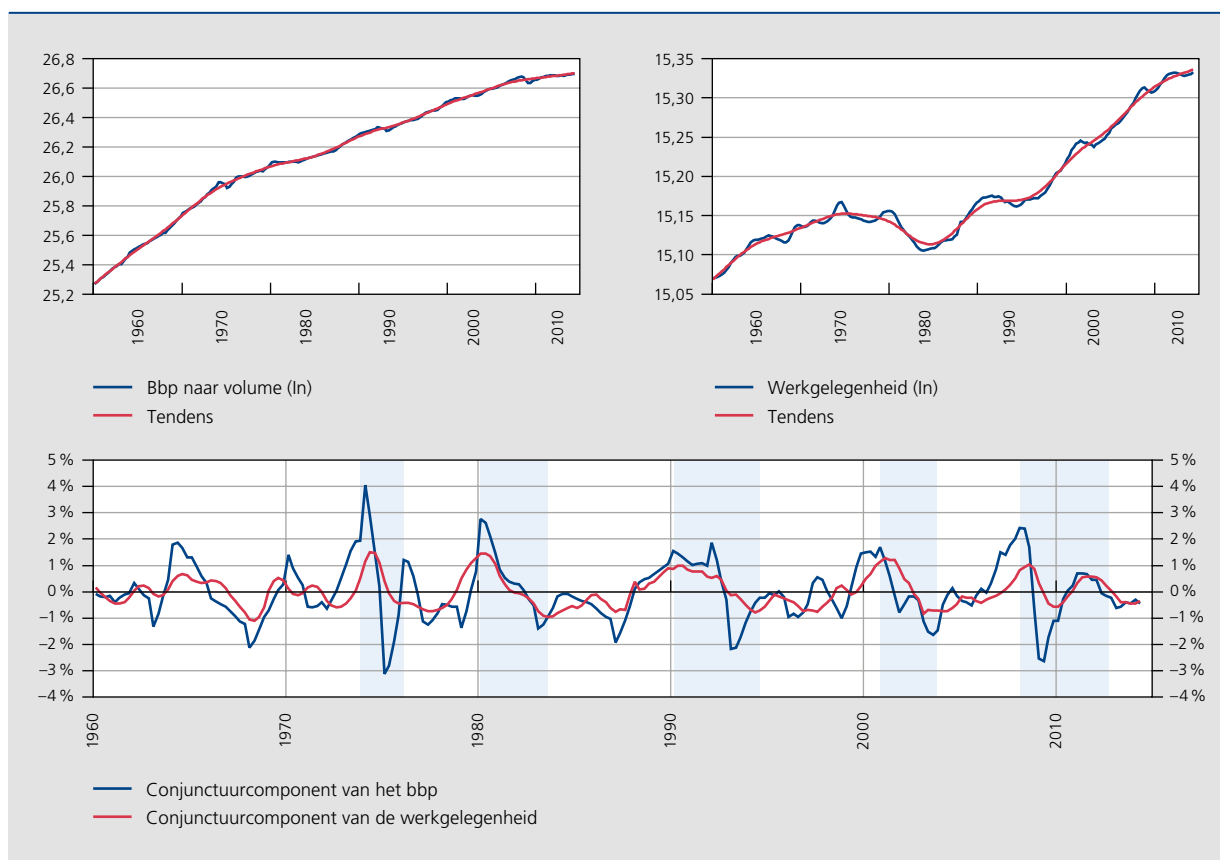
$$U_t - U_t^* = \alpha_0 + \alpha_1(Y_t - Y_t^*) + \alpha_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \alpha_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) + \varepsilon_t^{uy}; \alpha = \alpha_1 + \alpha_2 + \alpha_3 \quad (5a)$$

$$E_t - E_t^* = \beta_0 + \beta_1(Y_t - Y_t^*) + \beta_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) + \varepsilon_t^{ey}; \beta = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 \quad (5b)$$

$$U_t - U_t^* = \gamma_0 + \gamma_1(E_t - E_t^*) + \gamma_2(E_{t-1} - E_{t-1}^*) + \gamma_3(E_{t-2} - E_{t-2}^*) + \varepsilon_t^{ue}; \gamma = \gamma_1 + \gamma_2 + \gamma_3 \quad (5c)$$

GRAFIEK 9 TREND EN ECONOMISCHE CYCLUS VAN HET BBP EN VAN DE WERKGELEGENHEID

(Neperiaans logaritme in de grafieken bovenaan en afwijkingpercentage t.o.v. de tendens voor de onderstaande grafiek. De grijze stroken stemmen overeen met de periodes van recessie)



Bronnen: OESO, eigen berekeningen.

waarin $\gamma_3 = \left[\frac{\alpha}{\beta} - \gamma_1 - \gamma_2 \right]$

Ten behoeve van de interpretatie⁽¹⁾ wordt in de hieronder volgende tabellen alleen de som weergegeven van de coëfficiënten die verbonden zijn aan de diverse vertragingen in de verklarende variabele, dat zijn enkel de coëfficiënten α , β en γ ⁽²⁾.

Teneinde de waarde van de voor België verkregen elasticiteiten α , β en γ te vergelijken met die van andere ontwikkelde economieën, wordt het stelsel van vergelijkingen (5) ook voor sommige landen van het eurogebied geraamd (Duitsland, Spanje, Finland, Frankrijk, Ierland, Italië en Nederland), voor het eurogebied als geheel, voor Denemarken en het Verenigd Koninkrijk alsook voor de

Verenigde Staten. De raming werd zoveel mogelijk uitgevoerd op basis van lange kwartaalreeksen vanaf het eerste kwartaal van 1960 tot het tweede kwartaal van 2014. Voor sommige landen zijn de gegevens echter niet voor de gehele periode beschikbaar, zodat de gemeten coëfficiënten niet steeds volledig vergelijkbaar zijn. Dat is vooral het geval voor Ierland en Duitsland en in mindere mate voor Denemarken, het eurogebied, Spanje en Finland. De ramingsperiodes worden systematisch weergegeven in Tabel 2.

Zoals verwacht, blijkt uit Tabel 2 dat het verband werkloosheid-werkgelegenheid het sterkst is. De ene is immers niet méér dan de afspiegeling van de andere, maar slechts gezien door de vervormende lens van het arbeidsaanbod, waardoor de correlatie niet perfect is. In dat opzicht zij aangestipt dat elasticiteit γ (werkloosheidsgraad-werkgelegenheid) in België bijzonder hoog is⁽³⁾, wat wellicht te maken heeft met het niet in de tijd beperkte stelsel van werkloosheidsuitkeringen (althans tot recentelijk) waardoor, binnen de bevolking op arbeidsleeftijd, de

(1) De gelijktijdige raming van de drie vergelijkingen in een stelsel maakt het mogelijk de theoretische restrictie $\gamma = \alpha / \beta$ voor de coëfficiënten te verplichten, wat niet noodzakelijk het geval is wanneer de vergelijkingen apart worden geschat.
 (2) De tests op statistische significantie hebben eveneens betrekking op de som van alle gedeeltelijke hellingscoëfficiënten voor elk van de onderzochte relaties.
 (3) Ze bedraagt er 0,8, enkel voorafgegaan door Duitsland met 0,9. Gelet op een veel kortere ramingsperiode, zijn de voor Duitsland berekende cijfers echter niet volledig vergelijkbaar.

TABEL 2 RAMINGEN VAN DE ELASTICITEITEN WERKLOOSHEID-BBP, WERKGELEGENHEID-BBP EN WERKLOOSHEID-WERKGELEGENHEID VOOR TWAALF ONTWIKSELDE ECONOMIEËN

Land	Periode	Elasticiteit werkloosheid-bbp		Elasticiteit werkgelegenheid-bbp		Elasticiteit werkloosheid-werkgelegenheid	
		α	R ²	β	R ²	γ	R ²
Duitsland	91K3-14K2	-0,273** (0,023)	0,505	0,304** (0,024)	0,427	-0,898** (0,065)	0,785
België	60K3-14K2	-0,401** (0,020)	0,559	0,512** (0,023)	0,568	-0,783** (0,037)	0,692
Denemarken	66K3-14K2	-0,348** (0,019)	0,636	0,567** (0,024)	0,599	-0,614** (0,032)	0,686
Spanje	76K3-14K2	-0,903** (0,044)	0,754	1,302** (0,052)	0,766	-0,694** (0,033)	0,831
Finland	75K3-14K2	-0,418** (0,017)	0,715	0,637** (0,020)	0,771	-0,656** (0,025)	0,884
Frankrijk	66K3-14K2	-0,281** (0,013)	0,560	0,462** (0,016)	0,710	-0,608** (0,028)	0,740
Ierland	90K3-14K2	-0,387** (0,031)	0,611	0,872** (0,043)	0,648	-0,444** (0,035)	0,848
Italië	60K3-14K2	-0,144** (0,014)	0,273	0,318** (0,021)	0,346	-0,453** (0,040)	0,456
Nederland	60K3-14K2	-0,354** (0,018)	0,505	0,468** (0,022)	0,500	-0,756** (0,035)	0,829
Verenigd Koninkrijk	60K3-14K2	-0,302** (0,015)	0,656	0,491** (0,019)	0,547	-0,615** (0,028)	0,830
Eurogebied	70K3-14K2	-0,348** (0,013)	0,804	0,571** (0,016)	0,772	-0,609** (0,021)	0,846
Verenigde Staten	60K3-14K2	-0,467** (0,014)	0,849	0,824** (0,017)	0,832	-0,567** (0,019)	0,909

Bronnen: OESO, eigen berekeningen.

** wijst op een bij een drempelwaarde van 5 % significant van nul verschillende elasticiteit, * wijst op een bij een drempelwaarde van 10 % significant van nul verschillende elasticiteit, () standaardafwijkingen

bewegingen in en uit de beroepsbevolking vrij zeldzaam zijn, wat een relatief acyclisch arbeidsaanbod impliceert.

Uit de kolom betreffende de elasticiteit werkgelegenheid-bbp blijkt dat de werkgelegenheid in de Verenigde Staten (0,82) gevoeliger is voor wijzigingen in de economische bedrijvigheid dan die in het eurogebied (0,57). Voor de kernlanden van Europa, dat zijn België, Nederland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, ligt die elasticiteit zeer dicht bij elkaar en schommelt ze rond 0,5.

Dat een land een sterke (zwakke) elasticiteit werkgelegenheid-bbp vertoont, is a priori kenmerkend voor een dynamische (rigide) arbeidsmarkt. Voor de meeste landen uit het staal is de rangschikking niet al te verrassend, met uitzondering van Spanje, dat aan de top staat qua dynamiek van de arbeidsmarkt⁽¹⁾, en Duitsland, dat zich aan het andere uiteinde van het spectrum bevindt. Tot aan de recente hervormingen heerste op de Spaanse

arbeidsmarkt een grote dualiteit met, enerzijds, sterk beschermde banen en, anderzijds, banen met een contract voor bepaalde duur en uitzendbanen, die de werkgever een enorme flexibiliteit bieden. Aangenomen mag worden dat de laatstgenoemde zowel opwaartse als neerwaartse schokken opvangen en het grote reactievermogen van de arbeidsmarkt ten opzichte van de economische bedrijvigheid verklaren. De uiterst geringe gevoeligheid van de Duitse werkgelegenheid voor de economische bedrijvigheid kan verrassend overkomen. Er moet echter rekening mee worden gehouden dat het staal veel korter is dan voor de andere landen en pas begint in 1990, dat is precies op het ogenblik dat het herenigingsproces inzette. Afgezien van Spanje, hebben de Verenigde Staten samen met Ierland (sinds de jaren negentig) duidelijk de meest dynamische arbeidsmarkt. Ze worden gevolgd door de

(1) Dat de geraamde elasticiteit voor dat land significant hoger is dan 1 is zeker verontrustend en wijst op een op een z'n minst atypische arbeidsmarkt.

Scandinavische landen en, ten slotte, de landen van het oude Europa; Italië is hekkensluiter met een bijzonder zwak reactievermogen van de werkgelegenheid op de economische cyclus.

5.2 Robuustheid van de raming van het verband werkgelegenheid-bbp

Vooraleer die internationale vergelijking verder door te trekken, moet nader worden ingegaan op de vraag naar de robuustheid van die ramingen. Een eerste beoordeling van de robuustheid van de raming van deze elasticiteiten in de tijd vindt plaats aan de hand van een binaire variabele D_{85} die de waarde 0 aanneemt tot en met eind 1984 en de waarde 1 nadien. Daardoor wordt het staal rond 1985 in twee omzeggens gelijke delen opgesplitst. Die datum stemt ook overeen met een golf van maatregelen tot vrijmaking van de arbeidsmarkt in verscheidene economieën. Het in het stelsel van vergelijkingen (5b) supra opgenomen verband werkgelegenheid-bbp wordt dan opnieuw geschat, waardoor de gedeeltelijke hellingscoëfficiënten in het tweede gedeelte van de ramingsperiode kunnen veranderen:

$$E_t - E_t^* = \beta_0 + \beta_1(Y_t - Y_t^*) + \beta_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) + D_{85} [\beta_4(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_5(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_6(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*)] + \varepsilon_t^{ey} \quad (6)$$

waarin $\beta = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$ en $\beta_{D85} = \beta_4 + \beta_5 + \beta_6$

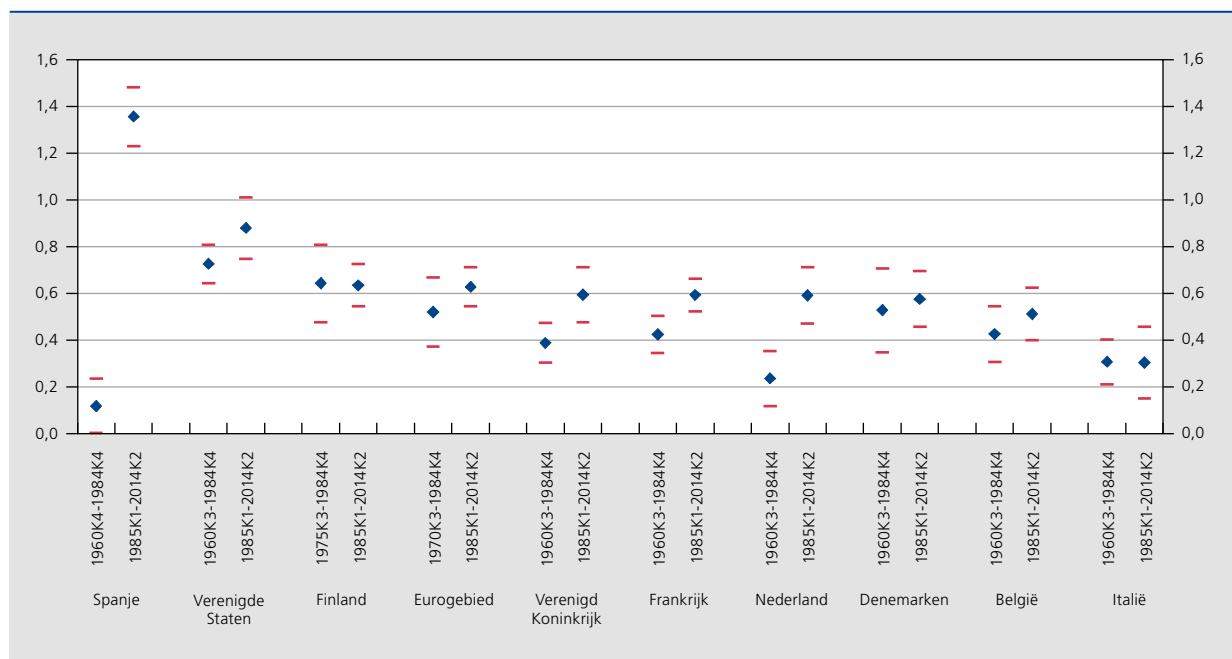
Coëfficiënt β geeft de elasticiteit werkgelegenheid-bbp in de eerste helft van de ramingsperiode weer, terwijl de som $\beta + \beta_{D85}$ die elasticiteit weergeeft voor de tweede helft van de ramingsperiode⁽¹⁾. De resultaten voor de tien economieën met een voldoende ruime ramingsperiode zijn opgenomen in Grafiek 10 hieronder. Met elk land komen twee ruitjes overeen – respectievelijk β en $\beta + \beta_{D85}$ –, terwijl de rode streepjes erboven en eronder het 95 %-betrouwbaarheidsinterval rond die ramingen aangeven. Betrouwbaarheidsintervallen die elkaar overlappen, gaan gepaard met een verband werkgelegenheid-bbp dat bij een drempelwaarde van 5 % geen statistisch significante structuurwijziging ondergaat. De landen worden gerangschikt in dalende volgorde van de elasticiteit werkgelegenheid-bbp die wordt geraamd voor de tweede helft van de beschouwde periode.

De geraamde elasticiteit werkgelegenheid-bbp is over het algemeen ietwat groter voor de tweede helft van het staal. Dat verschil is echter in zes van de tien gevallen niet significant. De uitzonderingen zijn Spanje, Nederland,

(1) Er zij aangestipt dat, wanneer enkel de som van de gedeeltelijke hellingscoëfficiënten in aanmerking wordt genomen, alleen getest wordt op een algemene structuurwijziging, maar het is perfect mogelijk dat, hoewel die algemene coëfficiënt niet gewijzigd wordt na 1985K1, de dynamiek wordt beïnvloed, te weten het relatieve gewicht van het bbp en van het met een kwartaal of twee kwartalen vertraagde bbp. In deze studie wordt niet ingegaan op dat type van structuurwijziging.

GRAFIEK 10 TEST VAN EEN STRUCTUURWIJZIGING IN HET VERBAND WERKGELEGENHEID-BBP ROND 1985K1

(de rode streepjes komen overeen met een 95 %-betrouwbaarheidsinterval rond de geraamde elasticiteiten, weergegeven door de ruitjes)



Bronnen: OESO, eigen berekeningen.

Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk. Het geval Spanje kan gemakkelijk worden verklaard door het einde van het Francoregime, een zekere vrijmaking van de arbeidsmarkt en het streven naar Europese integratie. Het geval Frankrijk werd reeds eerder onder de aandacht gebracht door Blanchard en Cohen (2004) en heeft te maken met een vermindering van de beperkingen op de arbeidsmarkt en inzake werkzekerheid. Ook Nederland heeft na de crisis van de jaren tachtig zijn arbeidsmarkt grondig hervormd en kennelijk drastischer dan het Verenigd Koninkrijk in de periode Thatcher⁽¹⁾.

De hierboven geformuleerde bevindingen veranderen niet wanneer rekening wordt gehouden met een mogelijke wijziging in het verband werkgelegenheid-bbp omstreeks het midden van de jaren tachtig. De 95 %-betrouwbaarheidsintervallen tonen aan dat die elasticiteiten na 1985, statistisch gezien, niet verschillend zijn wanneer ze worden vergeleken voor België, Denemarken, Frankrijk, Finland, het Verenigd Koninkrijk en het eurogebied als geheel. Wat die elasticiteit werkgelegenheid-bbp betreft, ten slotte, bevindt België zich blijkbaar bijzonder dicht in de buurt van Denemarken, een andere kleine zeer open

economie die eveneens uitermate zwaar door de tweede olieschok werd getroffen. Die vergelijking kan geflatteerd lijken, aangezien Denemarken het land van de 'flexicurity' is, maar ze is bedrieglijk aangezien ze enkel opgaat voor de relatie werkgelegenheid-bbp. Wordt het peil van de werkloosheidsgraad en de gemiddelde duur van de werkloosheid mee in aanmerking genomen, dan liggen beide parameters in Denemarken beduidend lager.

Er is een tweede robuustheidstest mogelijk waarbij de symmetrie in het verband werkgelegenheid-groei wordt nagegaan al naargelang de economie ja dan neen in een recessie verkeert. Daartoe worden vijf periodes van economische crisis beschouwd:

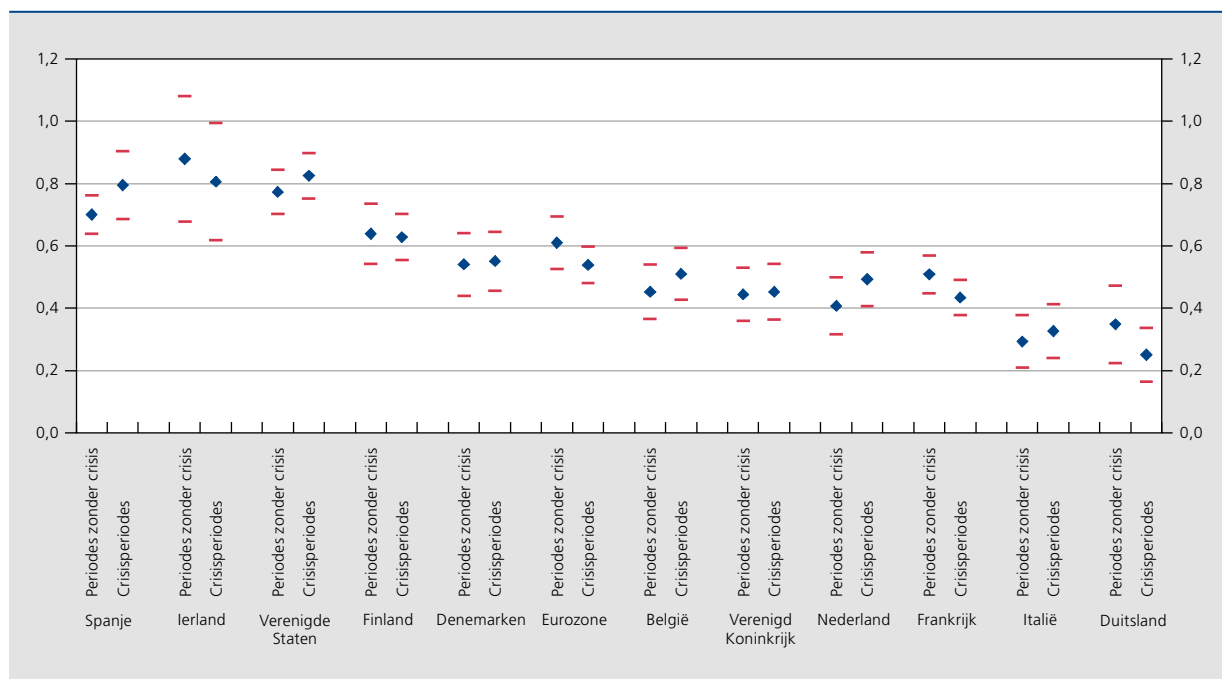
- 1973K3-1976K1: eerste oliecrisis;
- 1980K1-1983K3: tweede oliecrisis;
- 1990K2-1994K3: bankcrisis in Frankrijk en Zweden (1990-1993) en EMS-crisis (1992-1993);
- 2001K1-2003K2: crisis van de technologische waarden en de gevolgen van de aanslagen in New York voor de luchtvaart en andere sectoren;
- 2008K1-2012K4: financiële crisis en overheids-schuldencrisis.

Onmiddellijk blijkt overduidelijk dat het verband werkgelegenheid-groei doorgaans niet door de crisisperiodes wordt beïnvloed. Dat is niet verrassend aangezien de

(1) Waren voor Ierland langere reeksen beschikbaar geweest, dan zou wellicht ook voor dat land, waar sinds de jaren tachtig en vooral sinds het begin van de jaren negentig grondige structurele hervormingen werden opgezet, een uitgesproken structuurwijziging zijn gebleken.

GRAFIEK 11 TEST VAN DE INVLOED VAN RECESSIES OP DE ELASTICITEIT WERKGELEGENHEID-BBP

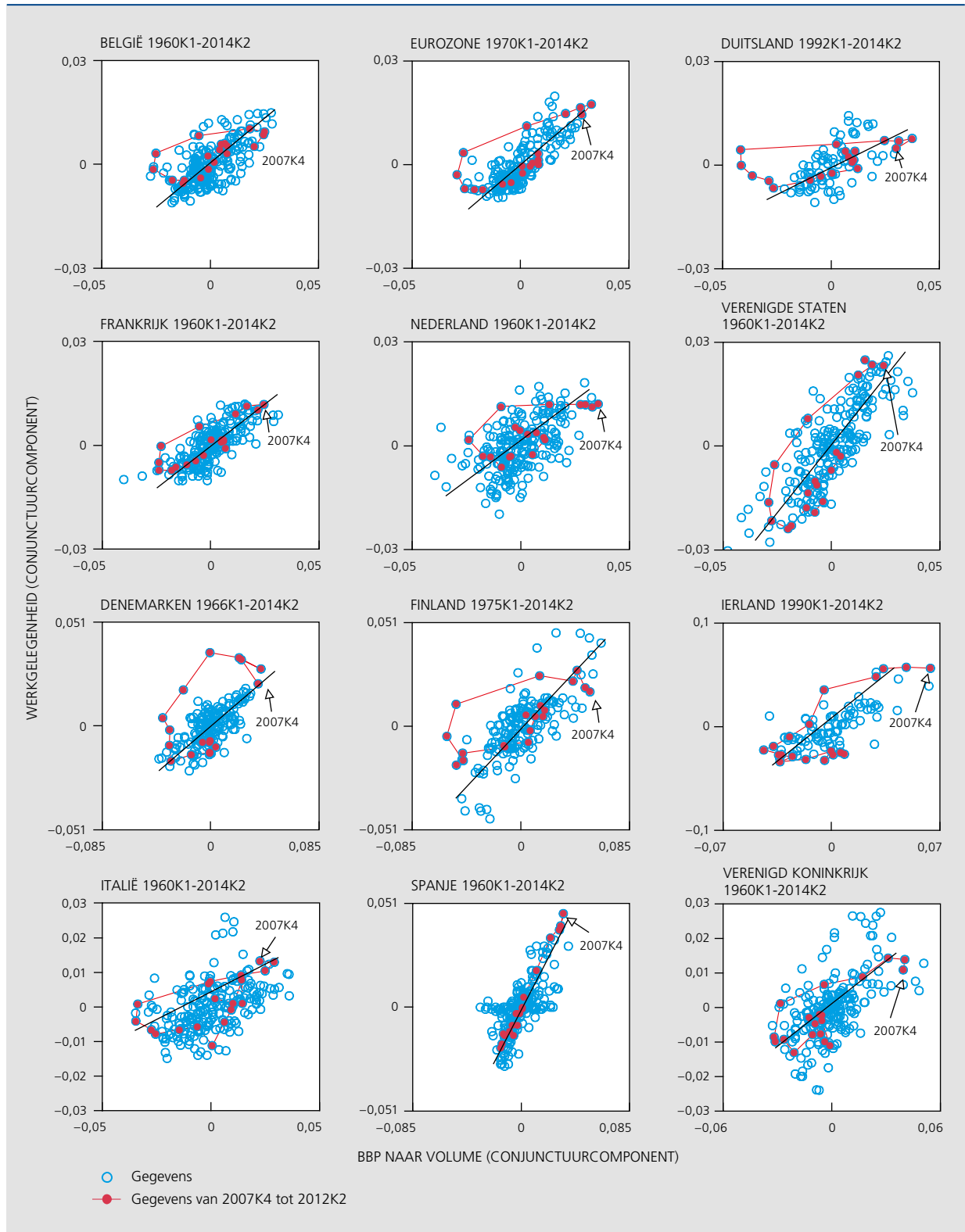
(de rode streepjes komen overeen met een 95 %-betrouwbaarheidsinterval rond de geraamde elasticiteiten die worden weergegeven door de ruitjes)



Bronnen: OESO, eigen berekeningen.

GRAFIEK 12

SPREIDINGSDIAGRAMMEN VAN DE CONJUNCTUURCOMPONENTEN VAN DE WERKGELEGENHEID EN HET BBP NAAR VOLUME, WAARBIJ DE BEVINDINGEN BETREFFENDE DE LAATSTE RECESSIE IN HET LICHT WORDEN GESTELD



Bronnen: OESO, eigen berekeningen.

wet van Okun en de aanverwante vergelijkingen een langetermijnrelatie uitdrukken die niet wordt beïnvloed door de conjunctuurcyclus. Toch is elke recessieperiode anders omdat de onderliggende schokken verschillen van aard, waardoor het verband werkgelegenheid-bbp van de ene crisis tot de andere en van het ene land tot het andere tijdelijk kan worden beïnvloed. Tijdens de laatste 'grote recessie' hebben verscheidene landen, waaronder België, hun beleid om de werkgelegenheid te handhaven in de verf gezet. Komt dat ook in de praktijk tot uiting? In Grafiek 3 hierboven is dat reeds toegelicht voor België. Grafiek 12 beoogt de analyse te verruimen tot het geheel van de twaalf beschouwde economieën.

Voor iedere beschouwde economie wordt een spreidingsdiagram weergegeven, aan de hand waarvan het statistisch verband wordt toegelicht tussen de conjunctuurcomponent van het reëel bbp, op de x-as, en de conjunctuurcomponent van de werkgelegenheid, op de y-as. Voor elk land verschijnt een puntenwolk, met een positieve helling, die kan worden samengevat door middel van de regressierechte van de kleinste kwadraten die erdoorheen loopt, met een helling gelijk aan de in Tabel 2 hierboven berekende elasticiteit. Die blauwe puntenwolken lijken vrij homogeen te zijn, maar die schijnbare homogeniteit verdwijnt als de punten die met de laatste recessie overeenstemmen, er worden uitgelicht. Voor de hier weergegeven landen vormen de met de laatste recessie overeenkomende gegevens een spiraal, wat betekent:

- dat het verband werkgelegenheid-bbp aanvankelijk sterk verzwakt lijkt, gelet op een fors dalend bbp (beweging naar links) en een niet-reagerende werkgelegenheid (de beweging is nagenoeg horizontaal). Die beweging naar de linkerrand van de wolk begint vanaf een strook in de buurt van de regressierechte;
- na enkele kwartalen van geringe reactie of niet-reageren van de werkgelegenheid, begint deze laatste af te nemen, vaak terwijl het bbp minder scherp gaat dalen, wat een verticale beweging naar beneden veroorzaakt;
- na die scherpe daling stabiliseert de werkgelegenheid zich, terwijl het bbp zeer geleidelijk naar zijn centrale tendens terugkeert, wat leidt tot een terugkerende beweging naar rechts, naar het centrum van de wolk;
- die heen-en-weerbeweging is kenmerkend voor de eerste crisisperiode. De 'naschok' van de financiële crisis in de vorm van de overheidsschuldencrisis vertoont een heel ander profiel. Ditmaal gaat de werkgelegenheid er scherp op achteruit, samen met het bbp, hetzij langs dezelfde helling als die van de regressierechte, hetzij zelfs met een sterkere helling.

Vertaalt die visuele waarneming zich in een statistisch significante verandering van de helling? Komen soortgelijke verschijnselen ook voor tijdens andere recessieperiodes?

Om dergelijke vragen te beantwoorden, is een nieuwe test nodig om na te gaan of er een structuurwijziging heeft plaatsgehad, ditmaal recessie per recessie⁽¹⁾. Voor de twaalf beschouwde economieën wordt een nieuwe raming van de elasticiteit werkgelegenheid-bbp gemaakt, met een binaire variabele voor elk van de hierboven beschreven recessieperiodes. Dit levert de volgende uitdruk-

$$E_t - E_t^* = \beta_0 + \beta_1(Y_t - Y_t^*) + \beta_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) + \sum_{i=1}^5 [\beta_{1Di} D_i(Y_t - Y_t^*) + \beta_{2Di} D_i(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_{3Di} D_i(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*)] + \varepsilon_t^{cy} \quad (7)$$

king op⁽²⁾:

waarin: $\beta = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$ en $\beta D_i = \beta_1 D_i + \beta_2 D_i + \beta_3 D_i$ ($i = 1, 2, 3, 4, 5$)

D_i : binaire variabele met waarde 1 bij de kwartalen die overeenstemmen met de recessie i ($i = 1, 2, 3, 4, 5$), en 0 elders.

De geraamde coëfficiënt β meet de gevoeligheid van de werkgelegenheid voor de economische bedrijvigheid buiten recessieperiodes, terwijl de coëfficiënten βD_i schatten in welke mate die elasticiteit tijdens crisis i wordt beïnvloed. Verschillen ze significant van nul, dan wijst zulks erop dat het verband werkgelegenheid-bbp tijdens de beschouwde recessie inderdaad gewijzigd is. Tabel 3 vervolledigt de informatie uit Grafiek 11. Die tabel bevat, voor de twaalf beschouwde economieën, de resultaten van de schattingen met betrekking tot de afwijkingen van de elasticiteit werkgelegenheid-bbp ten opzichte van de recessieloze periodes. De cijfers met een asterisk komen overeen met – bij een drempelwaarde van 10% – significant van nul verschillende coëfficiënten; voor die met twee asterisken is dat het geval bij een drempelwaarde van 5%. De landen zijn gerangschikt van het land met de minste aan een significante elasticiteitswijziging gelinkte recessieperiodes tot het land met de meeste soortgelijke recessieperiodes. De bevindingen kunnen als volgt worden samengevat:

- Grafiek 11 leert dat de elasticiteit werkgelegenheid-bbp voor geen enkel land statistisch verschillend is tussen crisisperiodes en niet-crisisperiodes. Uit een horizontale lezing van Tabel 3 blijkt dat bepaalde crisisperiodes toch worden gekenmerkt door een elasticiteit werkgelegenheid-bbp die statistisch verschillend is van die in niet-crisisperiodes. Naargelang van de recessies en de landen, is de elasticiteit soms sterker, soms zwakker;

(1) Nog afgezien van de voor de vier bewuste landen in 1985 aangegeven structuurwijziging.

(2) Volledigheidshalve zij eveneens aangestipt dat voor de economieën waarin medio jaren tachtig een significante structuurwijziging in het verband werkgelegenheid-bbp plaatsvond (cf. Grafiek 10), in de regressie een binaire variabele wordt opgenomen teneinde met die factor rekening te houden.

- zowel in België als in Duitsland nam de elasticiteit werkgelegenheid-bbp tijdens de recessie van 2001 aanzienlijk toe; bij de laatste recessie nam ze (in geringere mate) af;
- Frankrijk is blijkbaar het land met het minst constante verband tussen de werkgelegenheid en het bbp;
- bij een verticale lezing van Tabel 3 blijkt dat, voor een bepaalde crisisperiode, de elasticiteit werkgelegenheid-bbp in sommige landen statistisch verschillend kan zijn van die in niet-crisisperiodes, maar dat het teken nooit voor alle landen hetzelfde is, met uitzondering van de laatste crisisperiode. Er lijkt zich immers een consensus af te tekenen rond de grote recessie, aangezien de elasticiteit (bij een drempelwaarde van 10 %) significant afneemt voor zeven van de twaalf landen, terwijl de vijf andere geen significante verandering laten optekenen. Dat bevestigt de hierboven beschreven indruk die kan worden afgeleid uit de spiraalbeweging in Grafiek 12;
- de economieën waar het verband tussen de werkgelegenheid en het bbp tijdens de laatste crisis niet significant is verzwakt, zijn, enerzijds, economieën waar dat verband uitermate robuust is, zoals de Verenigde Staten en Denemarken en, anderzijds, de perifere economieën van het eurogebied, die door de financiële crisis en de overheidsschuldencrisis zwaarder werden getroffen.

Zoals hierboven aangegeven, moet die verzwakking van de elasticiteit tussen de werkgelegenheid en het bbp zeker niet worden geïnterpreteerd als een permanente structuurwijziging vermits het verband werkgelegenheid-bbp tijdens de grote recessie weliswaar eerst sterk afzwakt, maar tijdens de 'naschok' van de initiële recessie opnieuw zijn oorspronkelijke vorm aanneemt of zelfs versterkt. Het ziet ernaar uit dat de ondernemingen bij de initiële crisis de schok vrij goed wisten op te vangen en de

TABEL 3 AFWIJINGEN VAN DE ELASTICITEIT WERKGELEGENHEID-BBP VOOR ELKE RECESSIEPERIODE TEN OPZICHTE VAN DE PERIODES ZONDER RECESSIE

Land	Periode	Periodes van recessie					R ²
		73K3-76K1	80K1-83K3	90K2-94K3	01K1-03K3	08K1-12K4	
Verenigde Staten	60K3-14K2	0,012 (0,080)	0,000 (0,070)	0,155 (0,160)	-0,008 (0,154)	0,153 (0,108)	0,855
Denemarken	66K3-14K2	-0,056 (0,199)	0,052 (0,153)	0,102 (0,153)	-0,014 (0,247)	0,023 (0,096)	0,675
Italië	60K3-14K2	-0,148 (0,103)	-0,074 (0,107)	0,526** (0,138)	-0,102 (0,222)	0,019 (0,110)	0,450
Spanje	76K3-14K2	0,284** (0,134)	-0,118 (0,364)	0,006 (0,102)	-0,0036 (0,277)	0,067 (0,120)	0,858
Ierland	90K3-14K2	n.	n.	0,440** (0,225)	-0,174 (0,327)	0,083 (0,154)	0,705
Duitsland	91K3-14K2	n.	n.	0,117 (0,155)	0,405** (0,145)	-0,173** (0,073)	0,573
Eurogebied	70K3-14K2	-0,125 (0,092)	-0,057 (0,110)	0,271** (0,071)	0,043 (0,119)	-0,198** (0,061)	0,847
België	60K3-14K2	0,091 (0,110)	0,192* (0,116)	0,071 (0,101)	0,423** (0,177)	-0,153* (0,092)	0,660
Nederland	60K3-14K2	0,039 (0,123)	0,359** (0,095)	0,163 (0,124)	-0,030 (0,146)	-0,245** (0,067)	0,624
Finland	75K3-14K2	-0,248 (0,197)	-0,212 (0,169)	0,232** (0,066)	-0,398** (0,191)	-0,240** (0,061)	0,867
Verenigd Koninkrijk	6073-14K2	-0,188* (0,112)	0,135 (0,100)	0,170 (0,104)	-0,394* (0,207)	-0,249** (0,090)	0,703
Frankrijk	6073-14K2	-0,123** (0,057)	-0,218** (0,121)	0,151* (0,069)	0,047 (0,102)	-0,204** (0,058)	0,810

Bronnen: OESO, eigen berekeningen.

** wijst op een bij een drempelwaarde van 5 % significant van nul verschillende elasticiteit, * wijst op een bij een drempelwaarde van 10 % significant van nul verschillende elasticiteit, () standaardafwijkingen

werkgelegenheid beschermden door het aantal gewerkte uren en de productiviteit drastisch terug te schroeven. Dat was mogelijk zolang de ondernemingen financieel voldoende gezond waren. Toen de crisis in 2011 echter opnieuw de kop opstak, waren er meer faillissementen⁽¹⁾ en reageerden de ondernemingen onmiddellijk, niet enkel via een stopzetting van de indienstnemingen, maar ook via ontslagen. Dat bevestigt enkel wat hierboven reeds werd opgemerkt.

6. Enkele sectorspecifieke ramingen in België

Nadat via een internationale vergelijking België's plaats ten opzichte van de andere ontwikkelde economieën kon worden bepaald, is het interessant opnieuw een sectorspecifieke analyse uit te voeren, zoals in Paragraaf 4 hierboven. De gegevensreeksen die beschikbaar zijn voor de grote bedrijfstakken van de economie (toegevoegde waarden en banen) zijn aanzienlijk korter, en vangen pas vanaf het eerste kwartaal van 1995 aan. De beschouwde bedrijfstakken van de economie zijn de landbouw, de bouwnijverheid, de verwerkende nijverheid, de marktdiensten en de niet-marktdiensten. Bovendien worden de landbouw, de bouwnijverheid, de verwerkende nijverheid en de marktdiensten geaggregeerd tot een

'conjunctuurgevoelige sector' of 'marktsector', in tegenstelling tot de niet-marktdiensten.

Dat sectorspecifiek onderzoek biedt tevens de gelegenheid om terug te komen op het verband tussen het aantal gewerkte uren en de economische bedrijvigheid. Hierboven werd gesteld dat de gewerkte uren voor een deel als aanpassingsvariabelen fungeren om het gebrek aan reactievermogen van de werkgelegenheid in personen gedurende de economische cyclus op te vangen. Hoe staat het daar precies mee? Voor de grote bedrijfstakken in België zijn gegevens over de totale gewerkte uren beschikbaar vanaf het eerste kwartaal van 1995. Derhalve kan een systeem van vergelijkingen worden overwogen dat sterk lijkt op het hierboven uiteengezette systeem (5a)-(5b)-(5c). Het gaat daarbij om een systeem van vergelijkingen aan de hand waarvan het verband kan worden geraamd tussen de conjunctuurcomponenten van de reële toegevoegde waarde (Y), de werkgelegenheid in aantal personen (E) en de werkgelegenheid in aantal gewerkte uren (TH):

$$E_t - E_t^* = \beta_0 + \beta_1(Y_t - Y_t^*) + \beta_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \beta_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) \quad (8a)$$

$$+ \varepsilon_t^{ey}; \beta = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$$

$$TH_t - TH_t^* = \eta_0 + \eta_1(Y_t - Y_t^*) + \eta_2(Y_{t-1} - Y_{t-1}^*) + \eta_3(Y_{t-2} - Y_{t-2}^*) \quad (8b)$$

$$+ \varepsilon_t^{thy}; \eta = \eta_1 + \eta_2 + \eta_3$$

$$E_t - E_t^* = \theta_0 + \theta_1(TH_t - TH_t^*) + \theta_2(TH_{t-1} - TH_{t-1}^*) + \theta_3(TH_{t-2} - TH_{t-2}^*) + \varepsilon_t^{eth}; \theta = \theta_1 + \theta_2 + \theta_3 \quad (8c)$$

(1) In België werden tijdens de periode 2011-2012 25% meer faillissementen opgetekend dan in 2008-2009.

TABEL 4 RAMING VAN DE ELASTICITEITEN WERKGELEGENHEID-TOEGEVOEGDE WAARDE, UREN-TOEGEVOEGDE WAARDE EN WERKGELEGENHEID-UREN IN DE GROTE BEDRIJFSTAKKEN IN BELGIË

Periode 1995K3-2014K2	Elasticiteit werkgelegenheid-toegevoegde waarde		Elasticiteit uren-toegevoegde waarde		Elasticiteit werkgelegenheid-uren	
	β	R ²	η	R ²	θ	R ²
Landbouw	0,000 (0,009)	0,017	0,076 (0,102)	0,147	0,061 (0,079)	0,058
Bouwnijverheid	0,369** (0,040)	0,415	0,523** (0,048)	0,565	0,704** (0,072)	0,530
Industrie	0,451** (0,037)	0,521	0,676** (0,045)	0,718	0,670** (0,051)	0,880
Marktdiensten	0,617** (0,048)	0,602	0,873** (0,057)	0,630	0,713** (0,052)	0,837
Conjunctuurgevoelige sector	0,619** (0,038)	0,676	0,921** (0,046)	0,773	0,668** (0,040)	0,901
Niet-marktdiensten	0,282** (0,049)	0,178	0,408** (0,063)	0,291	0,687** (0,089)	0,662

Bronnen: INR, eigen berekeningen.

** wijst op een bij een drempelwaarde van 5% significant van nul verschillende elasticiteit, * wijst op een bij een drempelwaarde van 10% significant van nul verschillende elasticiteit, () standaardafwijkingen

Het systeem van vergelijkingen wordt geraamd met toepassing van de restrictie $\theta_3 = \beta/\eta - \theta_1 - \theta_2$, zodat $\theta = \beta/\eta$, wat de coherentie garandeert van het systeem dat wordt beschouwd als een uitsplitsing van het verband werkgelegenheid-toegevoegde waarde in een verband aantal gewerkte uren-toegevoegde waarde en een verband werkgelegenheid-aantal gewerkte uren. Het resultaat van de ramingen is weergegeven in Tabel 4.

Uit deze tabel blijkt dat de conjunctuurcomponent van de werkgelegenheid in de marktdiensten tweemaal gevoeliger is voor het verloop van de cyclische component van de toegevoegde waarde in die bedrijfstak dan dat het geval is voor de niet-marktdiensten, wat de reeds in Grafiek 6 gegeven indruk bevestigt. Uit een verdere uitsplitsing binnen de conjunctuurgevoelige sector kan worden afgeleid dat:

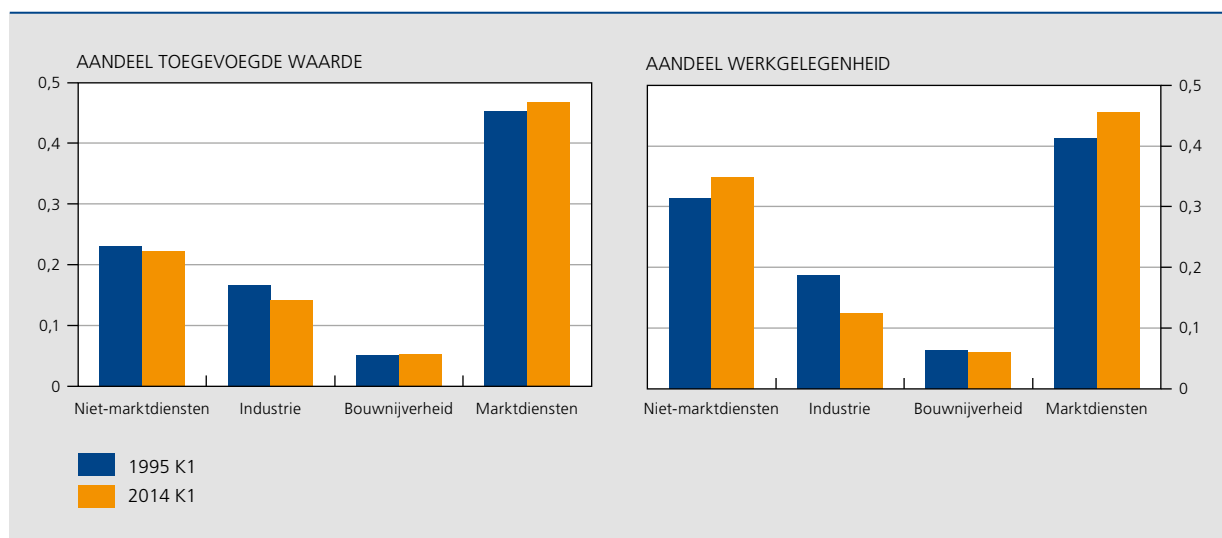
- de landbouw, zoals te verwachten valt, zeer atypisch is, met een werkgelegenheid die vrijwel ongevoelig is voor de toegevoegde waarde. Dit bevestigt dat in deze sector arbeidskrachten noodzakelijk zijn om de output te produceren, maar dat de waarde van die output uiteindelijk zal afhangen van de weersomstandigheden en de mondiale landbouwmarkten. Deze bedrijfstak maakt slechts een zeer klein deel van de economie uit, namelijk 0,6% van de totale toegevoegde waarde en 1,4% van de totale werkgelegenheid;
- voor het overige is de bouwnijverheid de bedrijfstak waar de werkgelegenheid het minst gevoelig is voor de toegevoegde waarde, net achter de industrie; in de marktdiensten is de werkgelegenheid het

gevoeligst voor de schommelingen van de economische bedrijvigheid;

- opmerkelijk is dat de elasticiteit van het totale aantal uren voor de toegevoegde waarde grosso modo gelijk is aan anderhalve maal de elasticiteit van de werkgelegenheid voor de toegevoegde waarde ($1/\theta$). Deze ratio is uiterst robuust, zowel in een internationale vergelijking (die hier niet wordt getoond) als tussen bedrijfstakken van de economie, met uitzondering van de landbouw. De gewerkte uren per werknemer zijn dus veel gevoeliger voor conjunctuurschommelingen en blijken, zoals te verwachten valt, geen achterlopende variabele te zijn, in tegenstelling tot de werkgelegenheid, waardoor de eerder bij Grafiek 5 verstrekte beschrijvende analyse wordt bevestigd.

Het kan interessant zijn hier een verband te leggen tussen conjunctuuranalyse en verloop op langere termijn. Terwijl de bijdrage tot de toegevoegde waarde van iedere grote bedrijfstak van de economie gedurende de periode 1995-2014 zeer stabiel was, geldt dat veel minder voor de hierboven vermelde sectorspecifieke verdeling van de werkgelegenheid die wordt weergegeven in Grafiek 13 hieronder. De werkgelegenheid verschuift zeer duidelijk van de industriële sector naar de markt- en de niet-marktdiensten, en zulks in gelijke mate. Zet die tendens zich voort, dan moet op middellange tot lange termijn niet worden verwacht dat de elasticiteit werkgelegenheid-bbp voor de totale Belgische economie zal veranderen als gevolg van een herverdeling van de economische

GRAFIEK 13 VERLOOP VAN DE VERDELING VAN DE TOEGEVOEGDE WAARDE EN DE WERKGELEGENHEID OVER DE GROTE BEDRIJFSTAKKEN IN BELGIË TUSSEN 1995KW1 EN 2014KW1



Bron: INR.

bedrijvigheid over de bedrijfstakken. De relatieve elasticiteit in de industriële sector is immers gelijk aan het gemiddelde van de elasticiteiten in de marktdiensten en de niet-marktdiensten (cf. Tabel 4). Dat zou echter niet meer gelden, mocht de de-industrialisering meer aan de ene dan aan de andere dienstensector ten goede komen.

Conclusie

Uit bovenstaande studie blijkt vooral dat de productiviteit tijdens de afgelopen drie decennia trendmatig is vertraagd. Zodra de gegevens voor deze trend gezuiverd worden en veeleer wordt gefocust op het verloop gedurende de hele conjunctuurcyclus, blijkt dat het verband werkgelegenheid-groei al met al stabiel is in de tijd en doorgaans niet wordt beïnvloed door recessies. Met name in België wordt ervan uitgegaan dat, in afwijking van hun respectief trendmatig verloop, de werkgelegenheid met 0,5% toeneemt wanneer het bbp met 1% stijgt. Dat cijfer stemt overeen met het Europees gemiddelde. Er zij echter beklemtoond dat dit stabiel verband werkgelegenheid-groei een ontwikkeling inzake de 'kwaliteit' van de banen kan verhullen aangezien het aantal deeltijdbanen constant toeneemt.

De trendmatige daling van de productiviteit gaat gepaard met een tertiërisering van de economie, dat wil zeggen met een verschuiving van de werknemers van de verwerkende nijverheid naar de marktdiensten en de niet-marktdiensten. Die tertiërisering verklaart deels de vertraging van de productiviteit en de daling van de gemiddelde arbeidsduur. Indien die tendens zich voortzet, zou ze het verband werkgelegenheid-economische bedrijvigheid gedurende de conjunctuurcyclus a priori niet wijzigen aangezien de voor de verwerkende nijverheid geraamde elasticiteit werkgelegenheid-toegevoegde waarde het gemiddelde blijkt te zijn van diezelfde elasticiteit zoals ze wordt berekend voor de markt- en de niet-marktdiensten.

Ofschoon het verband werkgelegenheid-bbp gedurende de hele conjunctuurcyclus zeer stabiel lijkt, is het niettemin opmerkelijk dat er in de twaalf bestudeerde economieën tijdens de recente financiële crisis een algemene trend bestond om de werkgelegenheid aanvankelijk te beschermen. Die trend was echter van korte duur en het verband

groei-werkgelegenheid keerde al gauw terug naar zijn reguliere waarde. Komt de werkgelegenheid slechts moeizaam weer op gang, dan is dat hoofdzakelijk te wijten aan de zwakte van het economisch herstel.

Wordt, tot slot, veeleer het aantal gewerkte uren dan de werkgelegenheid in aantal personen onderzocht, dan blijkt zeer duidelijk dat de ondernemingen op de schommelingen van de economie in eerste instantie reageren door de intensieve marge van de productiefactor arbeid aan te passen.

Op grond van deze bevindingen moeten de vereiste conclusies voor het economisch beleid worden getrokken. Indien om te beginnen de trendmatige vertraging van de productiviteit wel degelijk het probleem is, dan moet de oplossing worden gezocht in efficiënte structurele maatregelen inzake onderwijs, innovatie, investeringen in immateriële activa en innoverende technologieën, en in de speerpuntsectoren. Voorts is het de vraag welk type arbeidsmarkt wenselijk is. Door een versterkte reactie van de werkgelegenheid op de economische groei zouden de werknemers weliswaar sneller de vruchten van de groei plukken, maar zouden bij recessies meer banen verloren gaan. Is zulks wenselijk in het licht van de werkloosheidskosten in termen van vernietiging van menselijk kapitaal en van welvaart in het algemeen? Dreigt een te sterke beperking van de schommelingen in de werkgelegenheid via de marge van de werktijden de nieuwkomers op de arbeidsmarkt overigens niet te benadelen⁽¹⁾, nieuwkomers op wie pas in een latere fase van de opleving een beroep zal worden gedaan of die tijdens een recessie nog minder snel in dienst zullen worden genomen⁽²⁾? Daarbij mag ook niet uit het oog worden verloren dat de conjuncturele schommeling van de werkgelegenheid een intrinsiek probleem doet rijzen inzake gelijkheid van kansen, aangezien de laagstgeschoolde werknemers, ceteris paribus, het eerst door de recessie worden getroffen, zowel qua werkgelegenheid als qua gewerkte uren. Ten slotte heeft de hele studie weliswaar betrekking op het verband tussen werkgelegenheid en groei gedurende de conjunctuurcyclus, maar het nastreven van een efficiënte arbeidsmarkt impliceert tevens dat aandacht wordt geschonken aan de structurele werkloosheid en aan de manier waarop die kan worden teruggedrongen. Dat complexe probleem vereist de activering van tal van hefboomen, zowel op het vlak van de arbeidsmarktinstuties als van de belastingen op de inkomsten uit de productiefactoren.

(1) En de outsiders in het algemeen.

(2) In dat verband is het interessant vast te stellen dat dit tijdens de laatste recessie, waarin de werkgelegenheid aanvankelijk in alle economieën werd beschermd, aanleiding gaf tot een aanzienlijke stijging van de jongerenwerkloosheid, terwijl de werkloosheid voor 50-plussers veel minder sterk werd beïnvloed.

Bibliografie

Ball L., D. Leigh en P. Loungani (2013), *Okun's Law: Fit at Fifty?*, NBER Working Paper 18668.

Ball L., J. Jalles en P. Loungani (2014), *Do Forecasters Believe in Okun's Law? An Assessment of Unemployment and Output Forecasts*, IMF Working Paper, February.

Blanchard O. en D. Cohen (2004), *Macroéconomie*, Pearson, 3^e édition.

Bowles J. (2014), *The computerisation of European jobs*, blogspot, Bruegel, 17 July.

Bureau fédéral du plan (2007), *Growth and Productivity in Belgium*, Working Paper 5-07, March.

Crivelli E., D. Furceri en J. Toujas-Bernaté (2012), *Can Policies Affect Employment Intensity of Growth? A Cross-Country Analysis*, IMF Working Paper, August.

Döpke J. (2010), *The "Employment Intensity" of Growth in Europe*, Kiel Working Paper, October.

ECB (2011), *Monthly Bulletin*, June.

ECB (2012), *Euro area labour markets and the crisis*, SIR, October.

Federaal Planbureau (2007), *Growth and productivity in Belgium*, Working Paper 5-07, March.

Frey C.B. en M. Osborne (2013), *The Future of Employment: How susceptible are jobs to computerization?*, Oxford Martin School, September.

IMF (2010), *World Economic Outlook*, Chapter 3.

Mourre G. (2004), *Did the pattern of aggregate employment growth change in the euro area in the late 1990s?*, ECB Working Paper 358, May.

OECD (2007), *Employment outlook*, Chapter 2.

OECD (2007), *Employment outlook*, Chapter 1.

Okun A. (1962), "Potential GNP: Its measurement and significance", Proceedings of the Business and Economics Statistics Section, *American Statistical Association*, 89–104.

Decompositie van het verloop van de ecarts op overheidspapier in het eurogebied

B. De Backer

Inleiding

Het verloop van het rendement op overheidspapier in het eurogebied heeft de afgelopen jaren heel wat aandacht gekregen. Op het hoogtepunt van de overheidsschuldencrisis bereikten de langetermijnrendementen op overheidsobligaties, historisch beschouwd, in sommige lidstaten hun hoogste peil sinds de start van de Economische en Monetaire Unie (EMU). In 2012 stegen ze tot meer dan 6 % in Italië en Spanje, tot ongeveer 14 % in Portugal en tot zowat 40 % in Griekenland. Wat de forse toename van deze rendementen in sommige lidstaten nog opmerkelijker maakte, was dat ze zich voordeed in de context van de EMU. Gelet op het gemeenschappelijk monetair beleid in het eurogebied en, bijgevolg, de gemeenschappelijke verwachtingen ten aanzien van de toekomstige beleidsrentetarieven, weerspiegelen de uiteenlopende rendementen op het overheidspapier van de verschillende lidstaten landspecifieke risicopremies. De ecarts tegenover de Duitse Bund, een zeer belangrijke maatstaf van het overheidsrisico, stegen van een relatief laag peil vóór de crisis (gemiddeld ongeveer 15 basispunten) tot tientallen of honderden basispunten in 2012, afhankelijk van het land. Ook lieten de rendementen en de ecarts op overheidspapier in het eurogebied een ongeken­de daling optekenen, een daling die volgde op de eerste aanwijzingen omtrent het programma voor outright monetaire transacties (OMT's) in juli 2012. In niet meer dan ongeveer twee jaar namen de langetermijnrendementen en -ecarts op overheidspapier met de helft af ten opzichte van hun piek in 2012. Tegen april 2015 waren de rendementen als gevolg van extra niet-conventionele monetaire beleidsmaatregelen bovendien verder teruggelopen tot een historisch laag niveau. In Italië en Spanje, bijvoorbeeld,

bedroeg het rendement op tienjaars overheidspapier zowat 1,3 %. Voor de kernlanden daalden de rendementen op overheidseffecten met een korte tot middellange looptijd zelfs tot een ongeken­d negatief niveau, wat betekent dat de beleggers bereid zijn te betalen om aan sommige overheden middelen te lenen (liquiditeits- en veiligheidspremie). Dit contrasteert met de in 2012 gevraagde hoge risicovergoedingen.

De impact van deze ontwikkelingen reikte verder dan de markten voor overheidsobligaties. Verscheidene economische sectoren werden getroffen door de overheidsschuldencrisis. Behalve dat de overheidssectoren in de respectieve landen over het algemeen hogere leningskosten moesten betalen, zagen de banken hun financieringsvoorwaarden verkrappen. Naarmate de (directe of indirecte) overheidssteun aan de banken toenam, ontstond er voor een aantal lidstaten een negatieve wisselwerking tussen banken en overheden waardoor het landenkredietrisico waaraan de banken zijn blootgesteld (bijvoorbeeld via de overheidsschuld die ze aanhouden) toenam. In de meeste lidstaten werden bovendien de (prijs- en niet-prijsgerelateerde) kredietvoorwaarden voor de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen, de zogenoemde reële economie, aangescherpt. Dat uitte zich in, onder meer, hogere marges op nieuwe bankleningen. De financieringsvoorwaarden in deze sectoren blijven in het eurogebied reden tot bezorgdheid aangezien de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen begin 2015 nog steeds geconfronteerd worden met aanzienlijke marges. Daarenboven blijft de situatie, in het vlak van de leningskosten, heterogeen tussen de landen van het eurogebied, ook al wordt sedert 2014 een zekere convergentie opgetekend. De verschillen weerspiegelen deels

uiteenlopende risicopremies als gevolg van de fragmentatie van de kapitaalmarkten, een erfenis van de overheids-schuldencrisis. Zo liggen de bancaire debetrentes in Italië en Spanje momenteel zowat 4 procentpunt hoger dan de belangrijkste monetairbeleidsrente van de ECB, terwijl die ecarts in 2007 slechts ongeveer 2 procentpunt beliepen.

In dit artikel wordt getracht om, volgens een macrofinanciële benadering, de bijdragen te analyseren van die verschillende factoren aan de ecarts op overheidspapier tijdens de crisis. De klemtoon ligt dus niet zozeer op het niveau van de rendementen op overheidspapier, maar wel op de analyse van de factoren die in het eurogebied bepalend zijn voor de uiteenlopende ontwikkelingen van de ecarts op overheidseffecten. Die ecarts blijven voor heel wat lidstaten van het eurogebied aanzienlijk en ze vertegenwoordigen dus nog steeds een door de markten geprijsd risico. Het is belangrijk dat de bijdragen van de verschillende schokken die de risicopremies zouden kunnen beïnvloeden, worden ontleed teneinde het verloop van de ecarts op overheidspapier te begrijpen en die premies te kunnen beïnvloeden via monetair beleid of overheidsingrijpen. Gepaste aandacht dient dan ook uit te gaan naar de wisselwerking tussen de financiële markten en belangrijke macro-economische factoren. Andere factoren zijn evenwel specifiek voor de financiële markten, bijvoorbeeld het redenominatierisico. Ook liquiditeitsrisico's en veranderingen in de algemene risicoaversie zouden het verloop van de ecarts op overheidspapier kunnen beïnvloeden. In hoofdstuk 1 wordt het verloop beschreven van de rendementen en de ecarts op overheidspapier. Het tweede hoofdstuk belicht de gevolgen van de overheidsschuldencrisis voor de lenings- en financieringskosten van verschillende economische sectoren, te weten de overheid, de banken, de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen. De verschillende soorten risico's op de markten voor overheidsobligaties worden behandeld in het derde hoofdstuk. Die factoren worden gebruikt als inputs voor de macrofinanciële analyse in hoofdstuk 4. Daarin worden de ecarts op overheidspapier uitgesplitst in een fundamentele economische component en een niet-fundamentele component. Daarnaast wordt het effect, op de rendementsecarts, van de verschillende (niet-conventionele) monetairbeleidsmaatregelen toegelicht. In de conclusie, tot slot, worden de belangrijkste bevindingen van de analyse summier samengevat.

1. Ontwikkelingen op de markten voor overheidsobligaties van het eurogebied

Historisch beschouwd (zie Grafiek 1), kunnen drie fasen worden onderscheiden in de sedert het begin van de jaren negentig opgetekende ontwikkelingen op de

overheidsobligatiemarkten van het eurogebied (Cœuré, 2012): een eerste fase, vóór de totstandkoming van de EMU in 1999, waarin de rendementen op overheidspapier en de ecarts ten opzichte van de Duitse Bund trendmatig convergeerden; een tweede fase van stabiliteit op de overheidsobligatiemarkten in het eurogebied, die startte met de oprichting van de EMU en die tot de financiële crisis duurde; en, ten slotte, een fase van toegenomen volatiliteit en van tijdens de financiële en de overheidsschuldencrisis divergerende rendementen en ecarts. Na de aankondiging en de implementatie van verschillende niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen, in het bijzonder het uitgebreid programma voor de aankoop van activa (Asset Purchase Programme – APP), is op de obligatiemarkten in het eurogebied recentelijk een nieuwe fase aangebroken die wordt gekenmerkt door negatieve rendementen in heel wat landen van het eurogebied en een onvolledige convergentie van de rendementen en ecarts.

De convergentie van de rendementen en ecarts (en de algemene neerwaartse tendens van de rendementen) tijdens de eerste fase kwam op gang na de crisis van het Wisselkoersarrangement (Exchange Rate Mechanism – ERM) in 1993, die werd veroorzaakt door speculatieve aanvallen tegen Europese valuta's. Na die crisis stemden veel ERM-leden het monetair en het macro-economisch beleid beter op elkaar af om de geloofwaardigheid van de ERM-koppeling te versterken en in een later stadium ook te voldoen aan de convergentiecriteria van het Verdrag van Maastricht. De convergentie van de rendementen op overheidspapier tijdens deze fase was vooral toe te schrijven aan het stapsgewijs verkleinen van het wisselkoersrisico (en het landenrisico) en aan de geleidelijke convergentie van de inflatieverwachtingen. In België, bijvoorbeeld, werd begin jaren negentig een hardemuntbeleid ingevoerd, waarbij de Belgische frank strikt gekoppeld werd aan de Duitse mark. Daarnaast voerde de Belgische regering de begrotingsinspanningen geleidelijk op teneinde te voldoen aan de toetredingscriteria voor de EMU.

In de tweede fase vertoonden de rendementen op overheidspapier een relatief stabiel verloop en bleven de ecarts ten opzichte van de Duitse Bund gering (gemiddeld ongeveer 15 basispunten). De kleine (en stabiele) ecarts weerspiegelden echter niet de persistente verschillen tussen de macro-economische en budgettaire fundamentals van sommige lidstaten van het eurogebied. De discrepantie tussen de sterke convergentie van de rendementen op overheidseffecten, enerzijds, en de aanhoudende verschillen in de macro-economische fundamentals, anderzijds, kan wijzen op een zekere laksheid van de financiële markten tegenover, onder meer, de begrotingsposities van de overheden (Bernoth et al., 2012; Cœuré, 2012;

ECB, 2014a) of op een geringe risicoaversie als gevolg van een lange periode van geringe macro-economische volatiliteit tijdens de Great Moderation (of de 'Goldilocks economy', zoals Alan Greenspan ze in de jaren negentig beschreef).

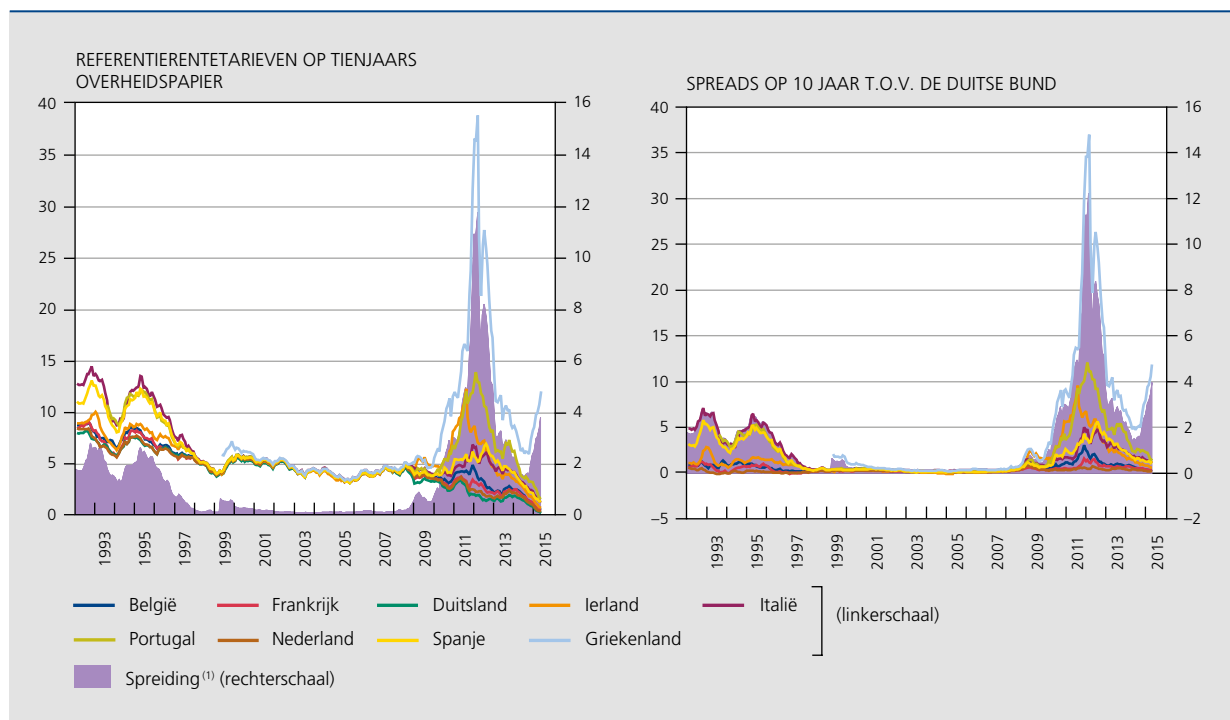
De derde fase, die de financiële en de overheidsschuldencrisis omvat, ging in eerste instantie gepaard met een forse stijging van de rendementen op overheidspapier, voornamelijk in perifere lidstaten, tot een hoger peil dan dat vóór de oprichting van de EMU. Ook liepen de ecarts op overheidspapier van de ene lidstaat tot de andere sterk uiteen, wat de heterogeniteit van het landenrisico en de fragmentatie van de financiële markten in het eurogebied weerspiegelde. Die ontwikkelingen waren reeds tijdens de financiële crisis in 2008 en 2009 enigszins zichtbaar geworden als gevolg van de toegenomen risicoaversie en liquiditeitsrisico, maar ze zetten pas tijdens de overheidsschuldencrisis volop door als gevolg van de verslechterde beoordeling van het landenkredietrisico. De overheidsschuldencrisis werd echter ook gekenmerkt door besmettingsrisico's en, vooral, door een redenominatierisico (het risico dat activa in euro worden omgezet in een ander, mogelijk in waarde gedaald wettig betaalmiddel). Vanaf de zomer van 2012 verbeterde de situatie echter en de

rendementen op overheidspapier in de meeste lidstaten van het eurogebied daalden, dit voornamelijk onder invloed van de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen van de ECB, zoals de aankondiging van het OMT-programma en het uitgebreide APP, en (recentelijk) de lage inflatieverwachtingen. Deze tendens zette begin 2015 door – behalve in Griekenland –, zodat de rendementen historisch laag zijn en op korte tot middellange termijn voor verschillende lidstaten zelfs negatief zijn geworden.

2. Het verband tussen de ontwikkelingen op de markten voor overheidsschuld en de economie

Het verloop van de rendementen op overheidsobligaties kan op de reële economie een krachtige invloed uitoefenen via zijn effect op de verschillende segmenten of sectoren van de economie. In dit hoofdstuk worden summier de verschillende kanalen besproken via welke de veranderingen in de rendementen op overheidsobligaties gekoppeld zijn aan de 'financieringskosten' van de overheidssector, de banksector, de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen.

GRAFIEK 1 ONTWIKKELINGEN OP DE MARKTEN VOOR OVERHEIDSSCHULD IN HET EUROGEBIED
(in procentpunt, maandgemiddelden, 1992M1-2015M4)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

(1) Standaardafwijking, tussen de verschillende landen, van de rendementen of spreads op overheidspapier voor elke maand.

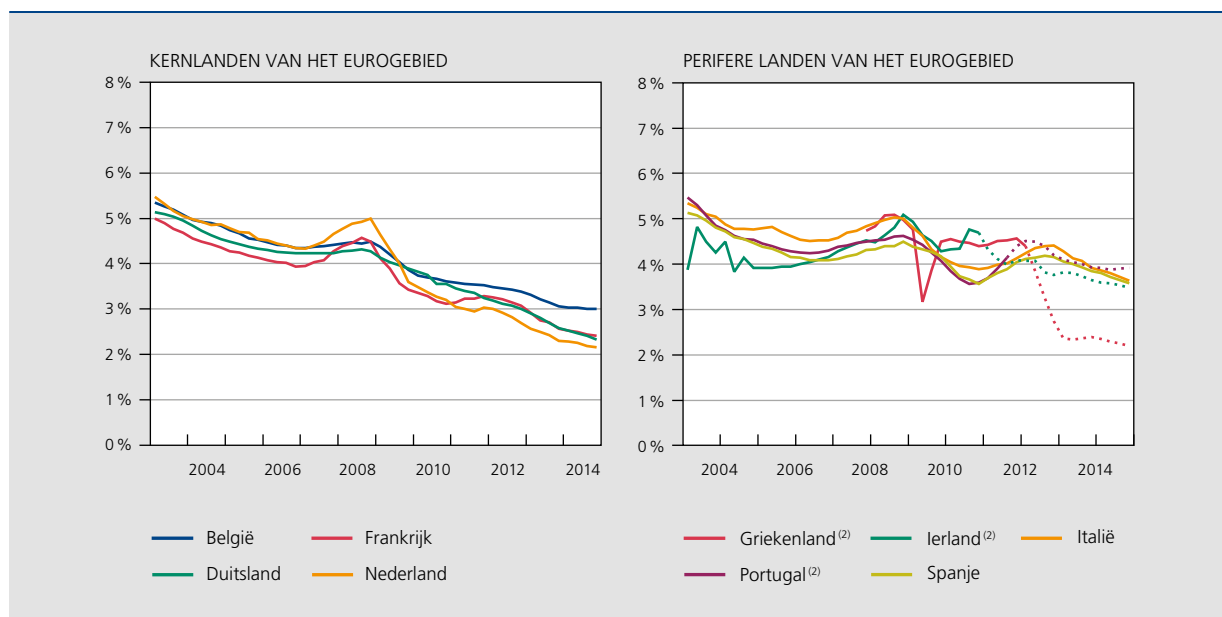
2.1 De impliciete rente op de overheidsschuld

Een eerste, rechtstreeks effect van de wijzigingen in de rendementen (of rendementsecarts) is dat ze een invloed kunnen hebben op de herfinancieringskosten van de overheidsschuld en, op langere termijn, mogelijkere wijs op de rente- en aflossingsverplichtingen en op de houdbaarheid van de overheidsschuld. De schuldaccumulatievergelijking impliceert dat de schuldratio – gemeten als de overheidsschuld in procenten bbp – houdbaar is indien het primair tekort in verhouding tot het bbp gering blijft en de rentelasten kleiner zijn dan (of gelijk zijn aan) de nominale bbp-groei. Aanhoudend hoge rentelasten op overheidsobligaties zouden dus via een ‘sneeuwbaaleffect’ kunnen leiden tot een toegenomen schuldaccumulatie en resulteren in een potentieel onhoudbare schuldenlast.

Het verloop van de rendementen op overheidsobligaties werkt echter niet automatisch door in de rente- en aflossingslasten op de overheidsschuld, aangezien de overheid de invloed van de rendementen op de totale financieringskosten tijdelijk kan matigen door ofwel later/vroeger op de financiële markten te lenen, ofwel de termijnstructuur van haar schuld te wijzigen. Bij oplopende langetermijnrendementen zouden overheden hun financieringsbehoeften bijvoorbeeld kunnen verlagen door

hetzij bepaalde overheidsuitgaven uit te stellen hetzij de termijnstructuur van hun schuld te wijzigen door nieuwe kortlopende schuld uit te geven. Bovendien hangt de totale financieringslast van de overheidsschuld niet alleen af van de rentelast van de nieuw uitgegeven schuld, maar ook van die van eerder uitgegeven schulden. Dit zorgt ervoor dat het rendementsverloop op de obligatiemarkten meestal wordt uitgevlakt in de rentelast. Het hoeft derhalve niet te verwonderen dat de impliciete rente op de overheidsschuld van de meeste lidstaten uit het eurogebied omstreeks 2008 en 2011, algemeen beschouwd, slechts licht toenam als gevolg van de financiële crisis en de daaropvolgende overheidsschuldencrisis (zie Grafiek 2). In de perifere lidstaten van het eurogebied reageerde de impliciete rente in 2011 evenwel sterker op de spanningen op de obligatiemarkten dan wat het geval was in de kernlanden. Vanwege de aanhoudende overheidsschuldencrisis konden sommige van die perifere landen (bijvoorbeeld Italië, Portugal en Spanje) duidelijk niet vermijden dat hun schuld in 2011 en wellicht ook daarna tegen een hogere rente werd gefinancierd. Voorts zij opgemerkt dat de dalende impliciete rentes op de Griekse, Ierse en Portugese schuld vanaf 2012 niet de spanningen op de markten voor overheidsschuld weerspiegelen, maar veeleer de door de internationale gemeenschap geleverde inspanningen om die staten – via aangepaste programma’s – goedkoop te financieren.

GRAFIEK 2 IMPLICIETE RENTE OP DE OVERHEIDSSCHULD IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾
(2003K1-2014K4, tenzij anders vermeld)



Bron: EC.

(1) Over vier kwartalen gecumuleerde feitelijke rentebetalingen, gedeeld door het oorspronkelijk bedrag van de geconsolideerde overheidsschuld. De schuldgegevens werden lineair geïnterpoleerd op basis van waarnemingen aan het einde van het jaar.

(2) De stippellijnen geven de impliciete rente weer van de lidstaten waarvoor een financieel steunprogramma van kracht was. De gegevens voor Griekenland hebben betrekking op de periode 2007K4-2014K4.

De rente- en aflossingslast op de overheidsschuld in het eurogebied reageerde aldus op het verloop van de rendementen op overheidsobligaties tijdens de crisis; die reacties waren echter relatief beperkt vergeleken met de wijzigingen in de rendementen op de secundaire markt. In Italië en Spanje, bijvoorbeeld, stegen de rendementen op tienjaars overheidsobligaties van begin 2011 tot medio 2012 met bijna 3 procentpunt, terwijl de impliciete rentes op de overheidsschuld met ongeveer een half procentpunt toenamen. Bij een langer durende overheidsschuldencrisis of een gebrek aan financiële bijstand voor bepaalde staten, had de invloed op de impliciete rente evenwel ongunstiger kunnen zijn.

2.2 Het verband met de financieringskosten voor de private sector door de lens van de enquête naar de bancaire kredietverlening

De transmissie van de overheidsschuldencrisis naar banken, huishoudens en niet-financiële ondernemingen verloopt via diverse kanalen. Eén ervan, het bank lending channel, dat hier wordt gedefinieerd als het kanaal dat in werking treedt als de banken hun kredietaanbod wijzigen als gevolg van de overheidsschuldencrisis, was bijzonder belangrijk en kan worden geïllustreerd aan de hand van de enquête naar de bancaire kredietverlening in het eurogebied (Bank Lending Survey – BLS). Volgens deze enquête waren ter zake twee mechanismen relevant: de directe blootstelling van de banken aan de overheidsschuld en de waarde van de overheidsobligaties die de banken als onderpand gebruiken. Het eerste mechanisme heeft betrekking op de door banken aangehouden overheidsschuld die de balansen van de banken rechtstreeks blootstelt aan het landenrisico en daardoor het risicoprofiel en, derhalve, de financieringskosten van de banken zou kunnen beïnvloeden. In dat opzicht zij opgemerkt dat het gemiddelde aandeel van overheidsobligaties van het eurogebied in de activa van de banken van het eurogebied in de jaren 2009-2011 ongeveer 8,5% bedroeg (dat was het begin van de overheidsschuldencrisis)⁽¹⁾. Het tweede mechanisme verwijst naar de impact van de overheidsschuldencrisis via de waardevermindering van de overheidsobligaties die banken kunnen gebruiken als onderpand in transacties met de ECB of de wholesalemarkt. Behalve door de twee bovenvermelde mechanismen kunnen de banken ook worden beïnvloed door 'andere effecten' van de overheidsschuldencrisis, zoals zwakkere expliciete of impliciete overheidsgaranties.

(1) Het gemiddelde aandeel, tijdens de periode 2009-2011, van de overheidsschuld in het eurogebied (leningen en effecten met uitzondering van aandelen) bedroeg ongeveer 8,5% van de activa van de MFI's in België, Frankrijk, Duitsland, Griekenland, Italië, Nederland, Portugal en Spanje. Deze balansstatistieken van de MFI's exclusief het Eurosysteem zijn afkomstig van het Statistical Data Warehouse van de ECB.

In de BLS werd de banken gevraagd de impact te beoordelen die de ontwikkelingen op de obligatiemarkten hadden op de wijzigingen (tijdens de afgelopen drie maanden) in hun financieringsvoorwaarden, kredietverleningscriteria en marges en tevens een uitsplitsing te maken volgens de bovengenoemde mechanismen. Uit de resultaten blijkt dat de meeste banken van het eurogebied voor de twee mechanismen en de 'andere effecten' gemiddeld meedeelden dat hun financieringsvoorwaarden eind 2011 en in de loop van 2012 verslechterd waren als gevolg van de overheidsschuldencrisis (zie Grafiek 3). De invloed van deze laatste was wellicht ook in 2010 en gedurende heel 2011 aanzienlijk, maar de ad-hocvraag werd voor het eerst in de BLS opgenomen voor het laatste kwartaal van 2011. Vanaf het tweede kwartaal van 2013, nadat de markten voor overheidsschuld waren gekalmeerd, begonnen de banken echter een steeds duidelijker verbetering van hun financieringsvoorwaarden te melden. Uit de enquête blijkt bovendien dat de banken van het eurogebied, als gevolg van de overheidsschuldencrisis, de kredietverleningscriteria voor leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen fors aanscherpten en hun marges op die leningen vergrootten. Net als voor de financieringsvoorwaarden van de banken, zwakte de weerslag van de overheidsschuldencrisis op de kredietverleningscriteria en op de marges voor huishoudens en niet-financiële ondernemingen vervolgens, tegen eind 2013, licht af. Uit de BLS kan ook worden geconcludeerd dat de directe blootstelling en de onderpandsmechanismen belangrijker waren dan de 'andere effecten'.

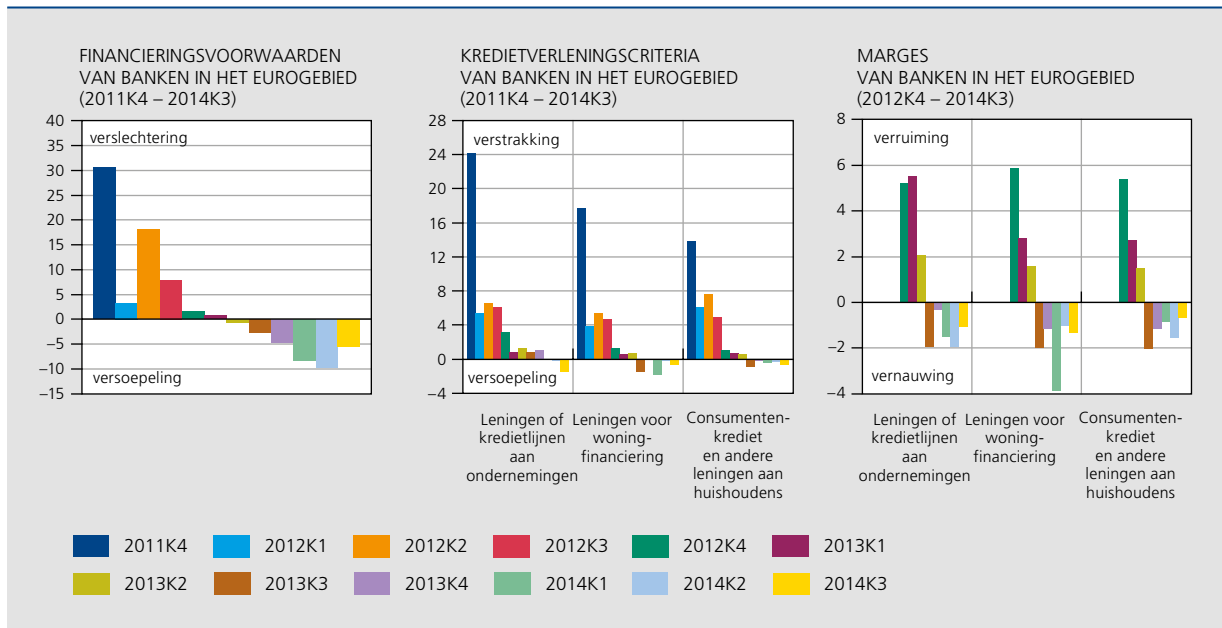
De overheidsschuldencrisis beïnvloedde dan ook niet alleen de publieke overheden, maar ook de banken, de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen, hoewel de meest recente BLS-gegevens erop wijzen dat de impact verzwakt. In paragraaf 2.3 wordt echter aangetoond dat de marges van de banksector op leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen relatief ruim blijven; ze worden er vanuit een ander perspectief onderzocht door ze uit te splitsen in verschillende risicopremies.

2.3 Uitsplitsing van de marges van banken op leningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen

De impact van de overheidsschuldencrisis op de bancaire debetrente aan de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen speelde niet alleen via de invloed van de crisis op de financieringskosten van de banken, maar ook via substitutie-effecten. Het verloop van de rendementen op overheidsobligaties beïnvloedt doorgaans andere soorten rentetarieven, inclusief de bancaire debetrente.

GRAFIEK 3

ENQUÊTE NAAR DE BANCAIRE KREDIETVERLENING: INVLOED VAN DE OVERHEIDSSCHULDENCRISIS OP DE FINANCIERINGSVOORWAARDEN VAN DE BANKEN, DE KREDIETVERLENINGSCRITEIA EN DE MARGES OP BANKLENINGEN AAN HUISHOUDENS EN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN⁽¹⁾



Bron: ECB (enquête naar de bancaire kredietverlening).

(1) Ad-hocvraag naar de invloed van de overheidsschuldencrisis op de financieringsvoorwaarden van de banken. De vraag werd in 2012 voor het eerst in de enquête opgenomen. Nettoprocentages worden gedefinieerd als het verschil tussen de som van de antwoorden 'droeg aanzienlijk/licht bij tot een verslechtering/verstrakking/verruiming' en de som van de antwoorden 'droeg aanzienlijk/licht bij tot een versoepeling/vernauwing.' Gemiddelden van de drie mogelijke kanalen: directe blootstelling, waarde van de als onderpand gebruikte overheidsobligaties, andere effecten.

Banken kunnen bijvoorbeeld besluiten hun kredietverlening aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen terug te schroeven om meer in overheidsobligaties te gaan beleggen op het ogenblik dat de rendementen op overheidsobligaties stijgen ten opzichte van de retailrentes. Die portefeuilleherschikking zou de bancaire debetrente dan eveneens doen stijgen, wat zou betekenen dat de bancaire debetrente kan worden beïnvloed door de rendementen op overheidsobligaties. De bancaire debetrente in het eurogebied volgt echter niet noodzakelijkerwijs de schommelingen van de rendementen op overheidsobligaties en ligt gemiddeld beschouwd hoger dan die rendementen. Deze onvolmaakte correlatie en de gemiddeld positieve ecarts wijzen erop dat aan de bancaire debetrente specifieke risicopremies verbonden zijn (naast de reeds in de rendementen op overheidsobligaties begrepen risicopremies). In deze paragraaf worden de marges van de banken – die worden gedefinieerd als het verschil tussen de bancaire debetrentes en de rente op de basisherfinancieringstransacties van de ECB – (ruw) benaderd, waardoor de rol van de verschillende risicokanalen kan worden belicht.

Meer bepaald voor de niet-financiële ondernemingen kunnen de marges tussen de bancaire debetrentes op leningen aan (kleine en middelgrote) ondernemingen,

gemeten als de rente op kleine langlopende leningen⁽¹⁾, en de monetairbeleidsrente worden uitgesplitst in vier ecarts die hier als risicopremies worden geïnterpreteerd (zie Kader 1): een looptijdtransformatiepremie, een landenrisicopremie, een premie op leningen aan 'investment-grade' (IG) niet-financiële ondernemingen (met een rating Baa of hoger) en, ten slotte, een premie op leningen aan alle (niet noodzakelijk IG) niet-financiële (kleine en middelgrote) ondernemingen.

Vier landen worden in dit artikel als representatief beschouwd voor de kernlanden van het eurogebied (Duitsland en in mindere mate België) of voor de perifere landen (Italië en Spanje). Het verloop van de marges op bancaire leningen en de uitsplitsing in de bovengenoemde componenten worden voor elk van deze landen geïllustreerd in Grafiek 4. Eind 2008 en begin 2009 werden de marges in elk van de vier beschouwde landen ruimer als gevolg van een verhoging van de premies voor het looptijdtransformatierisico en van de risicopremies voor kredietwaardige (IG) ondernemingen. De eerstgenoemde

(1) Een specifieke bankrente voor kmo's is nog niet als zodanig beschikbaar. Daarom wordt ze bij benadering beschouwd als de rente op nieuwe kleine (tot € 1 miljoen) langlopende leningen (met een initiële rentevaste periode van meer dan vijf jaar) die aan niet-financiële ondernemingen werden verstrekt. Dat zijn de leningen die wellicht het vaakst aan kmo's worden verleend. Voorts werd gebruik gemaakt van MIR-gegevens (MFI-rentetarieven).

stijging deed zich voor toen de kortetermijnrente terugliep na de verlagingen van de rente op de basisherfinancieringstransacties van de ECB, terwijl de langetermijnmarktrente aanvankelijk relatief constant bleef. De laatstgenoemde stijging weerspiegelde de algemene herwaardering van het bedrijfskredietrisico en de vlucht naar veiligheid tegen de achtergrond van de financiële crisis die ervoor zorgde dat beleggingen in bedrijfsobligaties omgezet werden in veiliger activa.

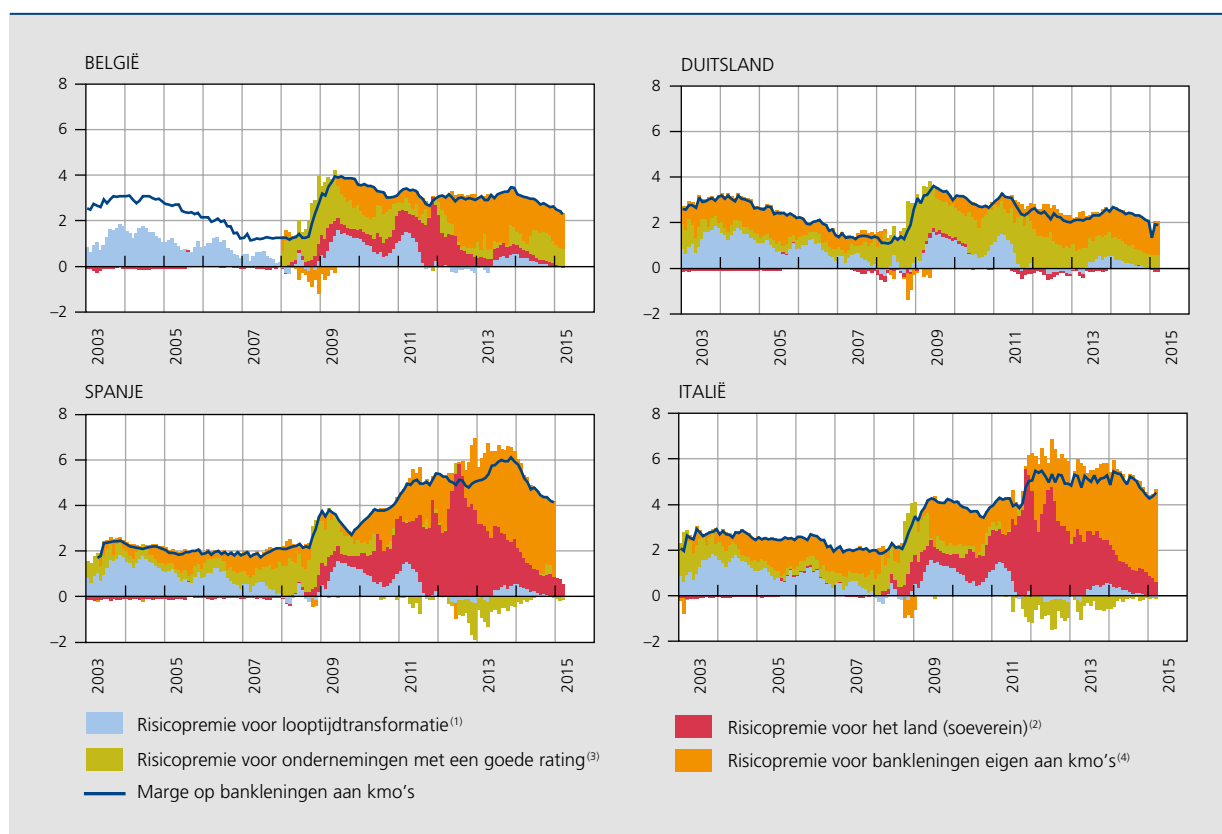
De landenrisicopremies in Italië en Spanje stegen vanaf eind 2008 tot medio 2012 en ze werkten de verruiming van de marges en de fragmentatie van de financiële markten in het eurogebied in de hand. De verhoging van de landenrisicopremies hing duidelijk samen met de moeilijkheden die de overheid in Italië en Spanje tijdens de overheidsschuldencrisis ondervond. In beide landen kon het ecart tussen de rendementen op kredietwaardige

bedrijfsobligaties en overheidsobligaties zelfs licht negatief zijn omdat de markten bedrijfsobligaties als 'veiliger' beschouwden dan overheidsobligaties. Ook in België steeg de landenrisicopremie vanaf begin 2009 tot eind 2011, maar toch werd de marge op bankleningen ietwat kleiner (als gevolg van de dalende risicopremies voor kredietwaardige bedrijven door de 'search-for-yield'). In Duitsland bleef de landenrisicopremie gedurende de hele crisis zeer laag.

Op basis van de statistische analyse in Kader 1 kan het verband tussen de marges op bankleningen en de landenpremies geraamd worden aan de hand van standaard econometrische regressies. Uit een hypothetische analyse op grond van die regressies blijkt dat de marges op bankleningen heel wat kleiner waren geweest indien de landenrisicopremies laag waren gebleven (geen overheidsschuldencrisis), behalve in Duitsland waar ze vanwege de lage landenrisicopremies niet zouden zijn veranderd.

GRAFIEK 4 UITSPLITSING VAN DE ECARTS VOOR BANKLENINGEN AAN KMO'S

(in procentpunt, 2003M1-2015M3)



Bronnen: Barclays Capital, Thomson Reuters Datastream, ECB.

- (1) Verschil tussen de vijfjaars swaprente voor de zesmaands Euribor (vóór augustus 2005) of de vijfjaars rente op daggeldrenteswaps (sinds augustus 2005) en de rente op de basisherfinancieringstransacties van de ECB.
- (2) Verschil tussen de rendementen op vijfjaars overheidsobligaties en de vijfjaars swaprente.
- (3) Verschil tussen de rendementen op kredietwaardige bedrijfsobligaties op ongeveer vijf jaar (gemiddelde voor looptijden tussen vier en zes jaar) en de rendementen op vijfjaars overheidsobligaties. Voor België ontbreken gegevens vóór 2008. De waarnemingen in februari 2015 werden gebruikt als eerste ramingen voor maart 2015.
- (4) Verschil tussen de MIR-rente op nieuwe leningen tot € 1 miljoen en met een initiële rentevaste periode van meer dan vijf jaar (benadering van de rente op bankleningen aan kmo's) en de rendementen op kredietwaardige bedrijfsobligaties op ongeveer vijf jaar. De Spaanse gegevens werden afgevlakt aan de hand van een voortschrijdend gemiddelde over zeven maanden.

De landenrisicopremies voor België, Italië en Spanje begonnen in 2012 te dalen tegen de achtergrond van de afnemende spanningen op de markten voor overheidsschuld, en het ecart tussen de rendementen op kredietwaardige bedrijfsobligaties en die op overheidsobligaties bleef gering, wat erop wijst dat ook de kosten voor de uitgifte van schuld via kredietwaardige bedrijfsobligaties terugliepen. De marges op de bancaire kredietverlening bleven echter relatief hoog, deels bij gebrek aan bruikbare alternatieve financieringsbronnen – zoals bedrijfsobligaties – voor een groot gedeelte van de niet-financiële ondernemingen van het eurogebied. De marges op bankleningen werden geschaagd door het groter wordend ecart tussen de bancaire debetrente voor alle niet-financiële ondernemingen en de rendementen op bedrijfsobligaties. Daarnaast liggen de kredietkosten van de niet-financiële ondernemingen voor de banken momenteel aanzienlijk hoger dan de rendementen op overheids- of bedrijfsobligaties, wat niet bevorderlijk is voor de kredietstromen richting reële economie. Om dit probleem te verhelpen, startte de ECB eind 2014 gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTRO's) teneinde de banken aan te moedigen meer te lenen aan ondernemingen (en huishoudens). Bovendien kondigde ze de invoering aan, tegen begin 2015, van het uitgebreide programma voor de aankoop van activa (APP) dat de kredietverlening aan de reële economie wellicht zal beïnvloeden (en aldus de inflatie opnieuw onder, maar dichterbij 2% zal brengen), zulks hoofdzakelijk via portefeuilleherschikkingen. Sinds de aankondiging en de implementatie van die maatregelen zijn de marges op bankleningen aan niet-financiële ondernemingen in de vier beschouwde landen blijkbaar verder versmald; vóór de finale impact van die maatregelen kan worden beoordeeld, is echter een grondiger analyse van een ruimere gegevensreeks vereist.

3. Risico-indicatoren en verloop van de ecarts op overheidsobligaties in het eurogebied

Om inzicht te verwerven in de transmissie, naar de reële economie, van de met de overheidsschuldencrisis gepaard gaande spanningen, worden de stuwende factoren achter de risicopremies voor overheidsschuldpapier in de eurolanden geanalyseerd. In dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de bepaling van sommige indicatoren die voor deze factoren representatief zijn. Net als in het vorige hoofdstuk worden de premies in de eurolanden gedefinieerd als de ecarts tussen het rendement op overheidspapier en de zogoed als risicovrije daggeldrenteswap op de interbancaire markt met dezelfde looptijd (vijf jaar).

Tijdens de beginfase van de crisis in 2008-2009, die samenviel met een wereldwijde financiële crisis, werden de risicopremies in de eurolanden (of 'ecarts op overheidsobligaties') beïnvloed door een liquiditeitsrisico en door risicoaversie. De premie voor het liquiditeitsrisico is vervat in het rendement op overheidspapier, aangezien beleggers doorgaans geneigd zijn eerder te investeren op diepere obligatiemarkten en premies aan te rekenen voor het geval de prijs van een obligatie moet worden verlaagd om op een bepaald ogenblik te verkopen. Daarnaast is de risicoaversie van de markt bepalend voor de prijs van de verschillende risico's, waardoor ze het niveau van de risicopremies moduleert (inclusief het liquiditeitsrisico). Het liquiditeitsrisico kan via verscheidene indicatoren worden weergegeven, onder meer via het ecart tussen de Euribor en de rente op daggeldrenteswaps (of het verschil tussen de niet-gewaarborgde en de gewaarborgde interbancaire marktrente), dat na de instorting van Lehman Brothers sterk vergrootte. Daarnaast kan het ook worden weergegeven door het verschil in rendement op diverse types van obligaties met overheidsgarantie, die per definitie soortgelijke kredietrisico's, maar potentieel verschillende liquiditeitsrisico's omvatten (bijvoorbeeld het verschil tussen het rendement op obligaties van de staatsbank 'Kreditanstalt für Wiederaufbau'(KfW) en de rente op de Duitse Bunds; Monfort en Renne, 2014). Het verloop van de risicoaversie komt tot uiting in, onder meer, het beloop van de indicatoren met betrekking tot de impliciete volatiliteit op de financiële markten, zoals de VIX-index gebaseerd op de impliciete volatiliteit van de S&P 500-index.

Er wordt echter vóór alles gefocust op de periode 2010-2012 van de overheidsschuldencrisis, aangezien de ecarts toen veel groter werden dan tijdens de financiële crisis (Grafiek 5). Aangetoond wordt hoe belangrijk de fundamentele economische variabelen zijn voor het landenkredietrisico; er wordt tevens opgemerkt dat de ecarts op overheidsobligaties eveneens werden beïnvloed door een redenominatierisico, hoewel er ook nog steeds sprake was van risicoaversie en liquiditeitsrisico.

3.1 Kredietrisico tijdens de overheidsschuldencrisis

Tijdens de periode 2010-2012 gingen de premies van credit default swaps contracten (CDS-spreads) voor overheidsschuld – een ruime maatstaf van het wanbetalingsrisico op overheidsobligaties – fors omhoog. Die herwaardering van het soeverein kredietrisico was mogelijk het gevolg van de vertraagde economie en de verslechterde begrotingsposities van de overheden en ze ging gepaard met de zware druk die op de overheidsfinanciën werd uitgeoefend door de bail-outs van banken en/of de verstrekte schuldgaranties.

Kader 1 – Uitsplitsing van de marges op bankleningen aan kmo's en de rol van het landenrisico

De marges op bankleningen worden, volgens Illes en Lombardi (2013), uitgesplitst in vier ecarts. In een meer formele vorm ziet de uitsplitsing er als volgt uit:

$$R_{debet} - R_{BHT} = [R_{OIS} - R_{BHT}] + [R_{land} - R_{OIS}] + [R_{Baa} - R_{land}] + [R_{debet} - R_{Baa}].$$

Aan de linkerkzijde van de vergelijking wordt de marge ($R_{debet} - R_{BHT}$) op bankleningen gemeten aan de hand van het verschil tussen de rente op bancaire kredieten aan (kleine en middelgrote) ondernemingen – zoals benaderd door de rente op kleine langlopende leningen – of huishoudens (R_{debet}), enerzijds, en de rente op de basisherfinancieringstransacties van de ECB (R_{BHT}), anderzijds. De ecarts aan de rechterzijde worden geïnterpreteerd als risicopremies. De eerste component ($R_{OIS} - R_{BHT}$) wordt gedefinieerd als een risicopremie voor looptijdtransformatie, gemeten als het verschil tussen de daggeldswaprente (*Overnight Index Swap* – OIS) op lange termijn, R_{OIS} (een vijfjaars rente op de interbancaire markt) en de rente op de basisherfinancieringstransacties (doorgaans met een looptijd van een week)⁽¹⁾. De tweede component ($R_{land} - R_{OIS}$) is de risicopremie van het land, gemeten als het verschil tussen de vijfjaars rente op overheidspapier (R_{land}) en de vijfjaars rente op de interbancaire markt. De derde component ($R_{Baa} - R_{land}$) verwijst naar de risicopremie van investment grade ondernemingen (met een rating Baa of hoger), die wordt gemeten als het verschil tussen de vijfjaars rente op obligaties van niet-financiële ondernemingen met een goede rating (R_{Baa}) en de rente op overheidspapier op vijf jaar⁽²⁾. Deze term staat voor de extra risicopremie die wordt verkregen uit een belegging in ondernemingen met een goede rating ten opzichte van een belegging in overheidsobligaties. De laatste component ($R_{debet} - R_{Baa}$) is een risicopremie van bankleningen, gemeten als het verschil tussen de bancaire debetrente op kleine (tot € 1 miljoen) langlopende leningen (meer dan 5 jaar) aan niet-financiële ondernemingen en de rente op obligaties van niet-financiële ondernemingen met een goede rating. De term staat voor de extra premie die banken aanrekenen voor leningen aan ondernemingen die niet noodzakelijkerwijs een goede rating hebben, voor het gebrek aan alternatieven voor bancaire kredietverlening voor kmo's, en voor de kosten van de banken voor het monitoren van die ondernemingen⁽³⁾.

Hoewel de vier risicopremies samen de marge op de bancaire debetrente vormen (zie Grafiek 4), stemmen de bewegingen van bepaalde risicopremies niet altijd overeen met wijzigingen in de totale marge. Zo begonnen de landenrisicopremies in 2012 te dalen, terwijl de marges in België, Italië en Spanje overwegend stabiel bleven. Teneinde de relatie tussen de marges op bankleningen en de landenrisicopremies op een meer structurele wijze te kunnen ramen, wordt in de literatuur vaak geopteerd voor een eenvoudige, doch standaard regressieanalyse (Cordemans en de Sola Perea, 2011; ECB, 2013; Gambacorta et al., 2014; Neri, 2013; Arnold en van Ewijk, 2013). De voor marges op bancaire debetrentes gebruikte regressies voor leningen aan niet-financiële ondernemingen of huishoudens zien er als volgt uit:

$$R_{debet} - R_{BHT} = \alpha + \beta [R_{OIS} - R_{BHT}] + \gamma [R_{land} - R_{OIS}] + \delta \Delta \ln [BBP].$$

Dit model relateert de marge op bancaire debetrentes aan een constante (α), de risicopremie voor looptijdtransformatie, de risicopremie van het land (overheid), en de reële bbp-groei op jaarbasis die fungeert als een conjunctuurindicator, ter benadering van verschillende types van kredietrisico's van niet-financiële ondernemingen en/of huishoudens. De parameters β en γ meten de transmissie (pass-through) van de beschouwde premies (respectievelijk de premie voor looptijdtransformatie en de risicopremie van het land) in de

(1) Het verschil weerspiegelt ook een – vaak verwaarloosd – gering kredietrisico van de banken met een zeer goede rating (prime banks). Zie het artikel in het ECB Monthly Bulletin over de meting van risicovrije rente in het eurogebied (ECB, 2014b).

(2) Rendementen op bedrijfsobligaties met een looptijd van vijf jaar zijn als dusdanig niet beschikbaar in de door ons gebruikte database van Barclays Capital. Daarom wordt het gemiddelde genomen van de rente op obligaties met een looptijd van, enerzijds, vier tot vijf jaar en, anderzijds, vijf tot zes jaar.

(3) Aangezien bancaire debetrentes voor langlopende kredieten looptijden van meer dan vijf jaar betreffen, terwijl uitsluitend vijfjaars obligaties van ondernemingen met een goede rating worden beschouwd, kan een marginale premie voor looptijdtransformatie niet worden vermeden.



bankkredietmarges, terwijl de coëfficiënt δ de impact meet van veranderingen in de bbp-groei op de ecarts in de bancaire kredietverlening.

Volgens de hieronder voorgestelde ramingsresultaten rekenen de banken de twee beschouwde risicopremies niet volledig door in de rentemarges voor huishoudens en niet-financiële ondernemingen (de coëfficiënten β en γ zijn kleiner dan één). Toch blijkt, op basis van de significante en positieve waarden voor de parameters, dat de marges sterk zouden reageren op wijzigingen in de landenrisicopremies. Duitsland is daar een uitzondering op wat de niet-financiële ondernemingen betreft; de transmissie blijkt er statistisch niet significant te zijn en de coëfficiënt van de Duitse landenrisicopremie γ blijkt ook voor de huishoudens minder statistisch significant te zijn. De economische impact van de landenrisicopremies op de marges is kennelijk zwaar: voor België, bijvoorbeeld, impliceren de ramingsresultaten dat, ceteris paribus en gemiddeld beschouwd, een stijging van de risicopremie met 1 procentpunt de marge op de bancaire debetrente voor niet-financiële ondernemingen en huishoudens met respectievelijk 60 en 55 basispunten zou doen stijgen. De resultaten voor de andere landen (met uitzondering van Duitsland) zijn vergelijkbaar. Bovendien zijn de coëfficiënten van de bbp-groei in de vier beschouwde landen negatief en statistisch significant, wat betekent dat de marges op bankleningen ruimer zijn bij laagconjunctuur (mogelijkerwijs als gevolg van een verhoogd kredietrisico). Bovendien wijzen de R-kwadraten op een aanvaardbare nauwkeurigheid. Afhankelijk van het land en de sector, kan tussen 40 % en 76 % van de margewijzigingen worden verklaard.

Bij dit model is een hypothetische analyse (counterfactual) mogelijk om na te gaan wat de impact is van de overheidsschuldencrisis op de marges. Zo worden meer bepaald de risicopremies berekend die zouden zijn opgetekend wanneer zich (hypothetisch) geen overheidsschuldencrisis had voorgedaan. Deze situatie wordt gesimuleerd door, vanaf 2009, de landenrisicopremies op nul vast te stellen. Er zij evenwel opgemerkt dat deze

REGRESSIEANALYSE VAN DE BANCAIRE DEBETRENTE

(raming volgens de gewone kleinstekwadratenmethode, gegevens in %, 2003M1-2014M12)

	α	β	γ	δ	R ²
Resultaten voor niet-financiële vennootschappen ⁽¹⁾⁽³⁾					
België	2,18***	0,75***	0,60***	-0,17***	56 %
Duitsland	2,14***	0,60***	0,61	-0,07***	53 %
Italië	2,44***	0,40***	0,74***	-0,09***	67 %
Spanje	2,74***	0,04	0,68***	-0,13***	76 %
Resultaten voor huishoudens ⁽²⁾⁽³⁾					
België	2,07***	0,59***	0,55***	-0,19***	40 %
Duitsland	2,07***	0,60***	0,97**	-0,07***	47 %
Italië	2,19***	0,69***	0,47***	-0,09***	58 %
Spanje	3,15***	0,18	0,58***	-0,18***	68 %

Bronnen: Barclays Capital, Thomson Reuters Datastream, ECB, eigen berekeningen.

(1) De gegevens voor Spanje zijn afgevlakt op basis van een voortschrijdend gemiddelde over zeven maanden.

(2) Tarieven van de MFI's voor nieuwe contracten betreffende woninghypotheken voor huishoudens met een looptijd van meer dan vijf jaar, gewogen aan de hand van het volume nieuwe contracten.

(3) Significant op 1 % : ***; 5 % : **; 10 % : *.

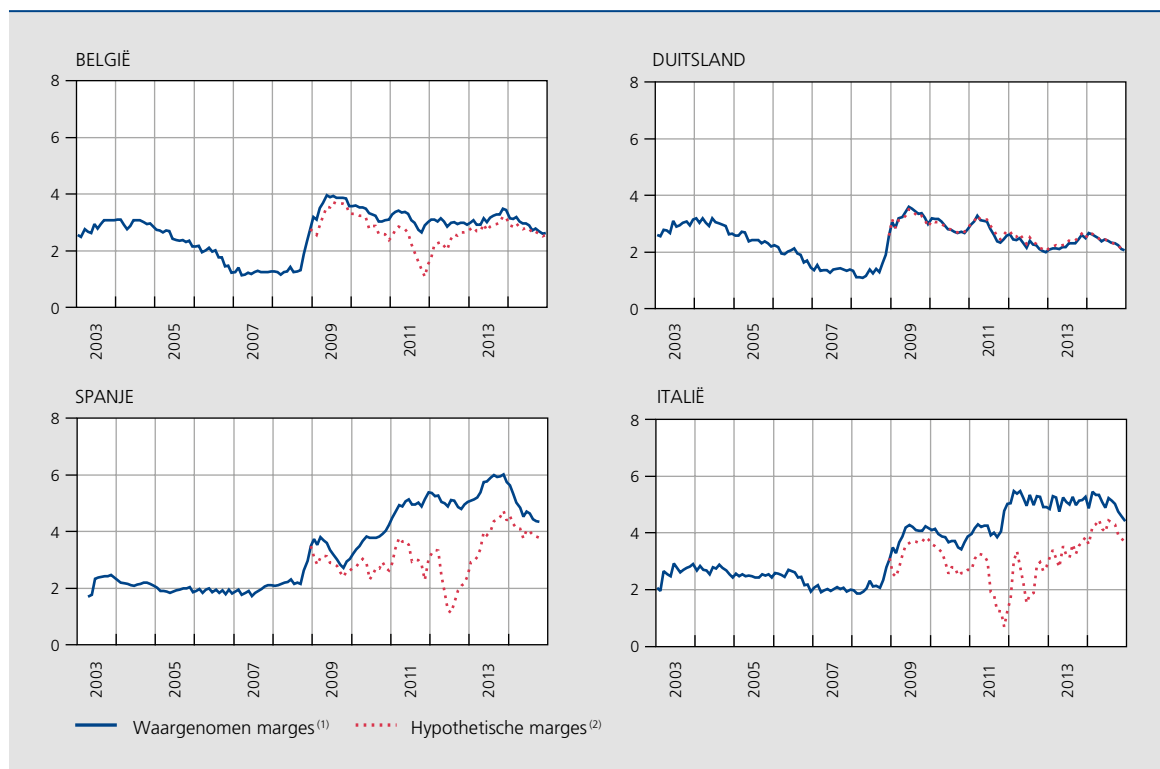


oefening haar beperkingen heeft vanwege de simpliciteit van het model. Het gebrek aan terugkoppelingseffecten van de overheidsschuldencrisis op de bbp-groei komt bijvoorbeeld niet tot uiting. Dit soort van oefening kan evenwel nuttig zijn bij wijze van een eerste benadering om aan te geven welk (rechtstreeks) effect de overheidsschuldencrisis op de marges op bankleningen sorteert.

Wat de niet-financiële ondernemingen betreft, blijkt dat, in het scenario waarin de landenrisicopremies na 2009 op nul bleven, de marges aanzienlijk zouden zijn afgenomen. De verschillen tussen de reële en de hypothetische waarden zijn het grootst in 2011 en 2012. Wat specifiek België betreft, werd het grootste verschil opgetekend in november 2011 als gevolg van de regeringscrisis. Volgens de simulaties op basis van dit eenvoudig model zou, mocht de landenrisicopremie buiten beschouwing zijn gelaten, de Belgische marge op de bancaire debetrentes in november 2011 bijna twee procentpunt lager hebben gelegen. Voor Duitsland, daarentegen, zouden – gelet op de lage risicopremie van het land – de reële en de hypothetische waarden nauwelijks hebben verschild.

Tevens zij opgemerkt dat de hypothetische waarden voor de marges van de bancaire leningen vanaf begin 2012 (voor België) of medio 2012 (voor Italië en Spanje) begonnen te stijgen en dichter in de buurt van de reële waarden kwamen. Dit wijst erop dat de vandaag opgetekende marges op bancaire debetrentes niet langer hoofdzakelijk toe te schrijven zijn aan de landenrisicopremies, maar veeleer aan de ondernemings- en kredietpremies (zoals tevens blijkt uit de decompositie van de marges zoals die in de hoofdstuk wordt besproken).

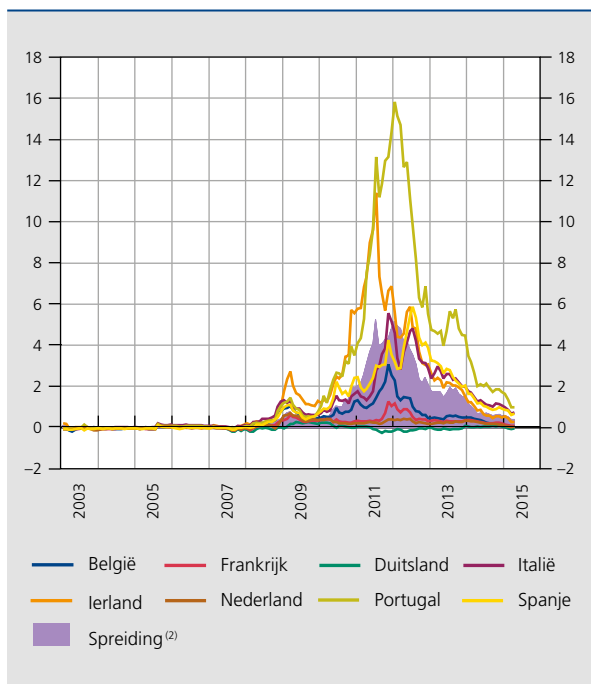
HYPOTHETISCHE ANALYSE VAN DE RENTEMARGES OP BANKLENINGEN AAN KMO'S, ONGEREKEND LANDENRISICOPREMIES NA 2009
(in procentpunt, 2003M1-2014M12)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ECB, eigen berekeningen.

- (1) Verschil tussen de rentetarieven van MFIs voor nieuwe contracten bij leningen tot € 1 miljoen en met een initiële rentevaste periode van vijf jaar (benadering van de rentetarieven voor bankleningen aan kmo's) en de basisherfinancieringsrente van de ECB. De gegevens voor Spanje zijn afgevlakt op basis van een voortschrijdend gemiddelde over zeven maanden.
- (2) De marges die zouden zijn opgetekend zonder overheidsschuldencrisis, geraamd overeenkomstig de regressies in het Kader, door de landenrisicopremies vanaf 2009 op nul vast te stellen.

GRAFIEK 5 RECENT VERLOOP VAN DE SPREADS OP OVERHEIDS OblIGATIES IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾
(in procentpunt, maandgemiddelden, 2003M1-2015M4)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream.

(1) Verschil tussen het rendement op vijfjaars overheidsobligaties en de vijfjaars swaprente voor de zesmaands Euribor (vóór aug. 2005) of de vijfjaars rente op daggeldrenteswaps (sinds aug. 2005).

(2) Standaardafwijking, tussen de verschillende landen, van de spreads op overheidspapier voor elke maand.

Fundamentele economische variabelen zijn belangrijke indicatoren van het soeverein kredietrisico. Ze geven immers een indicatie omtrent de robuustheid van de economie in het algemeen en, meer in het bijzonder, omtrent de houdbaarheid van de overheidsschuld. De overheidsschuld in procenten bbp (op jaarbasis) is als dusdanig één van de representatieve variabelen voor het soeverein kredietrisico. Voor de vier in Grafiek 6 opgenomen landen bestaat er voor de periode 2008K1-2014K4 een positieve correlatie tussen de schuldratio's en de rendementsecarts op overheidsobligaties. Dat geldt vooral voor België, Italië en Spanje, terwijl de correlatie ook in Duitsland positief is, zij het minder uitgesproken. De stijging van de overheidsschuld heeft de rendementsecarts op overheidsobligaties sinds 2008 blijkaar beïnvloed en bij een meer algemene beoordeling van de determinanten van de rendementsecarts op overheidsobligaties dient ze in aanmerking te worden genomen.

Correlaties impliceren echter geen rechtstreeks oorzakelijk verband en ze moeten worden aangevuld met een supplementaire analyse. Om de fundamentele component van de rendementsecarts te ramen (in hoofdstuk 4

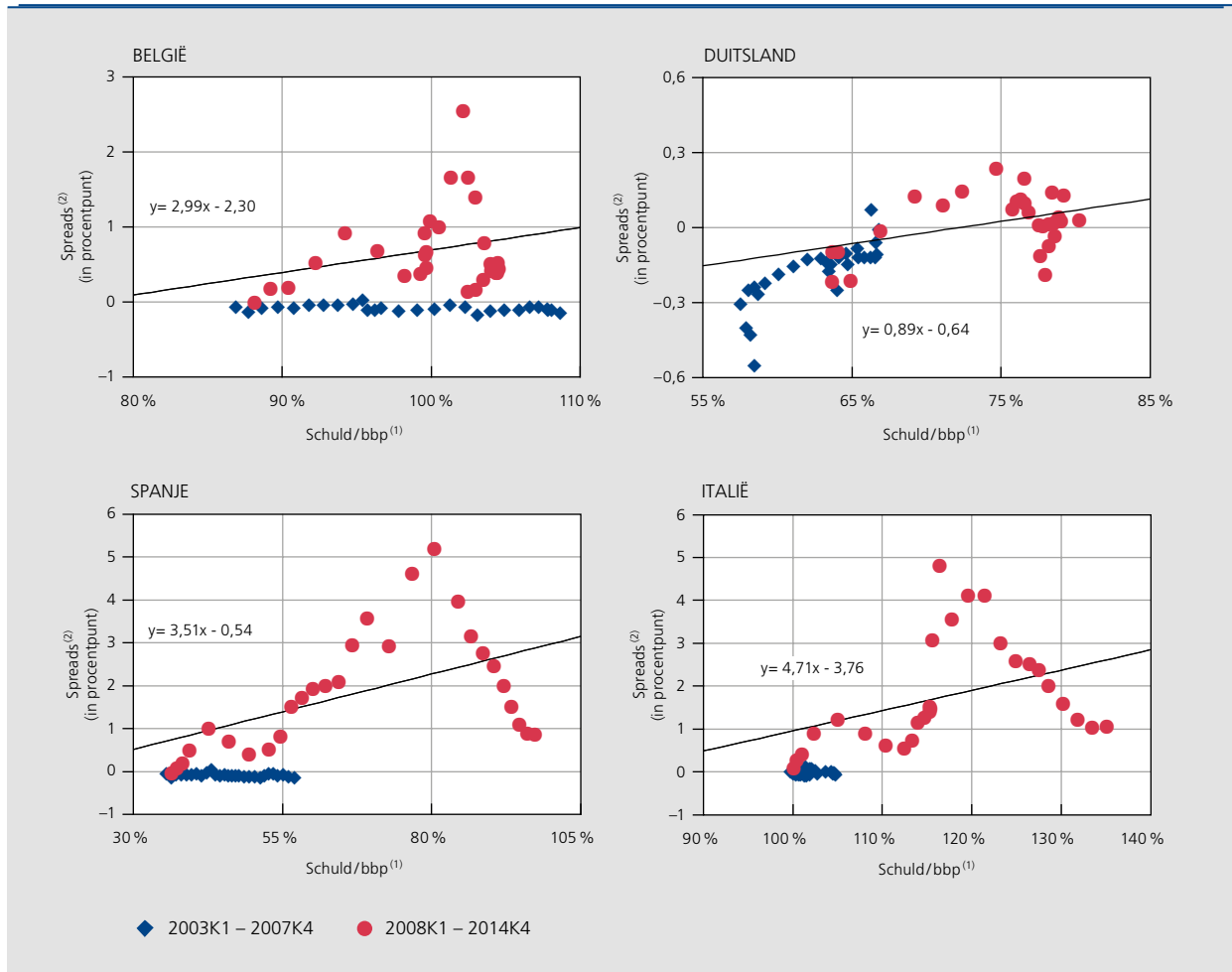
hieronder), wordt bijgevolg gefocust op de crisisperiode en worden enkele economische variabelen beschouwd, onder meer de overheidsschuldgraad, alsook andere fundamentele variabelen, bijvoorbeeld de bbp-groei.

3.2 Bijdrage van het redeneringsrisico aan de besmetting binnen het eurogebied

Het verloop van de rendementsecarts op overheidsobligaties in het eurogebied werd tijdens de overheidsschuldencrisis ook danig beïnvloed door een besmettingsverschijnsel op de markten van de overheidsobligaties. Dat kwam tot uiting in de, tijdens de periode 2010-2012, bijzonder sterke positieve correlatie tussen het rendement op overheidsobligaties van de verschillende perifere lidstaten van het eurogebied⁽¹⁾. Tijdens diezelfde periode werden daarentegen negatieve correlaties opgetekend tussen, enerzijds, een aantal kernlanden van het eurogebied (in het bijzonder Duitsland) en, anderzijds, de perifere landen (Italië, Spanje) of zelfs België. Het besmettingsverschijnsel werd voornamelijk in de hand gewerkt door het 'redenominatierisico'. Dat risico refereert aan het gevaar dat in euro luidende activa 'geredenomineerd' zouden kunnen worden in een andere – mogelijkerwijs gedevalueerde wettelijke valuta –, met andere woorden het risico dat een land uit de EMU stapt. Dat gevaar werd eind 2011 voor het eerst relevant, toen Griekenland met ernstige financiële problemen te kampen kreeg. Die situatie droeg in hoge mate bij tot speculaties over een mogelijke 'Grexit', of zelfs een mogelijk uiteenvallen van het eurogebied.

Het redenominatierisico in het eurogebied valt moeilijk te meten. Er zijn reeds meerdere pogingen ondernomen, sommige op basis van enquêtes, andere via de waardering van fictieve activa die ervan uitgaan dat een lidstaat vóór een bepaalde datum uit de monetaire unie zal stappen, of nog andere op basis van het aantal zoekopdrachten via Google met sleutelwoorden zoals 'uiteenvallen van het eurogebied'. Een andere meer betrouwbare methode om het redenominatierisico te meten, steunt op het modelleren van het verloop van de rendementen op overheidsobligaties; ze wordt in het volgende hoofdstuk toegepast. Daarnaast is er een eenvoudige en accurate (want gebaseerd op verhandelde activa) indicator, waarbij de CDS-spreads op overheidsobligaties worden vergeleken voor in euro en in Amerikaanse dollar luidende contracten. Intuïtief neemt de houder van een in euro luidend CDS-contract net na een wanbetaling een additioneel risico, aangezien de euro kan worden opgeheven en vervangen door een onmiddellijk gedevalueerde nationale valuta. Indien dat gevaar door de markt als

(1) Zie Boeckx en Dewachter (2012).



Bronnen: Fitch IBCA, Reuters Datastream en ECB.

(1) Eidele jaargegaven voor de eerste schuld/bbp die zijn ontdekt.

(2) Verschillen in het redeneren op jaar overheidsobligaties en de jaars waartoe voor de zwaarte Eurobor (60 aug 2005) die de jaars rechte op lagde de re was (in de aug 2005).

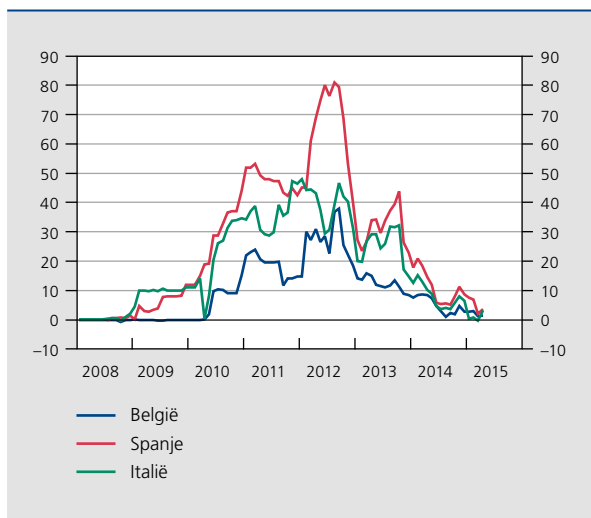
reëel wordt beschouwd, zijn de CDS-spreads voor in euro luidende CDS-contracten doorgaans geringer dan die voor soortgelijke CDS-contracten in Amerikaanse dollar. Tijdens de overheidsschuldencrisis bleek het verschil, de zogeheten 'quanto CDS-spreads' (De Santis, 2015), groter te zijn voor perifere lidstaten van het eurogebied dan voor, bijvoorbeeld, Duitsland vermits het redeneratierisico eerder betrekking had op de periferie. Voor een maatstaf van het redeneratierisico in het eurogebied (veeleer dan van het redeneratierisico met betrekking tot de Amerikaanse dollar), wordt gekeken naar het verschil in quanto CDS-spreads tussen verschillende landen en Duitsland.

Volgens deze benadering leek het redeneratierisico in België, Italië en Spanje vóór 2010 gering of zelfs

insignificant te zijn (zie Grafiek 7). Tijdens de overheidsschuldencrisis bleek het niettemin aanzienlijk toe te nemen tot een piek omstreeks het midden van 2012, vlak vóór de officiële aankondiging van het OMT-programma in september. Op dit ogenblik is het redeneratierisico voor de drie beschouwde landen blijkbaar sterk verkleind, ondanks de problemen aan het begin van 2015 met betrekking tot de terugbetalingsmoeilijkheden inzake de Griekse overheidsschuld.

Met betrekking tot de diverse factoren die het verloop van de ecarts op overheidsobligaties de hele crisis lang hebben beïnvloed, wordt in de hieronder volgende paragraaf beoogd hun kwantitatieve impact op de ecarts te ramen, meer bepaald door drie types van factoren te beschouwen: fundamentele economische factoren (zoals

GRAFIEK 7 INDICATOREN VAN HET REDENOMINATIERISICO: QUANTO CDS-SPREADS T.O.V. DUITSLAND⁽¹⁾
(basispunten, maandgemiddelden, 2008M1-2015M4)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream.

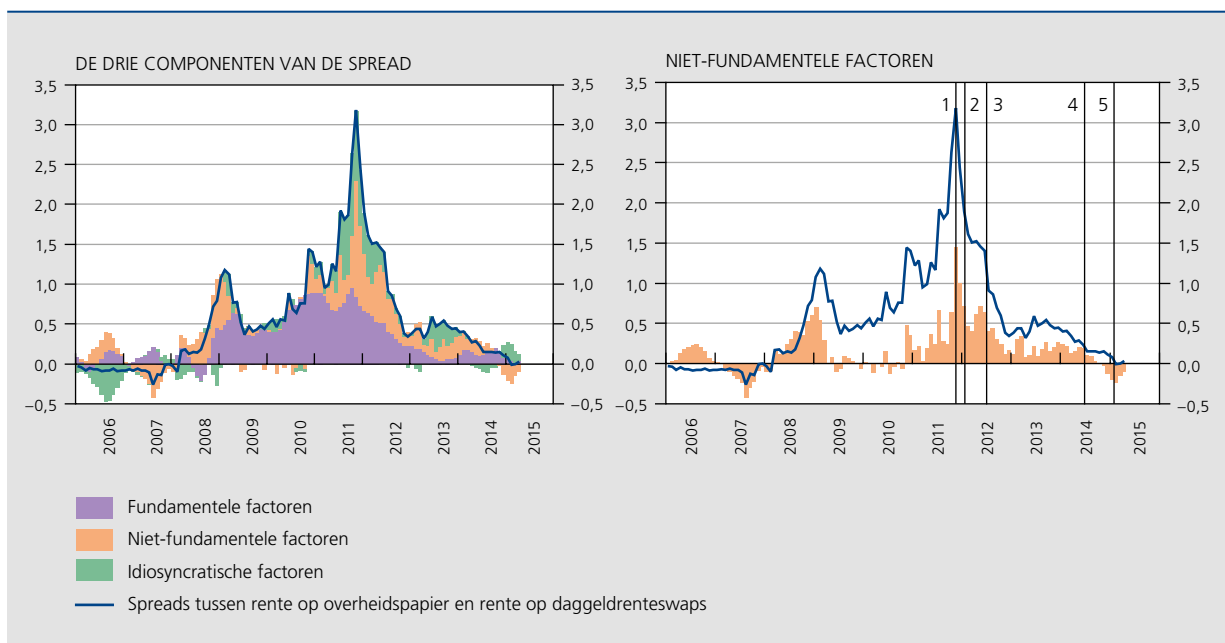
(1) Verschil tussen vijfjaars CDS-spreads voor 'senior' obligaties in Amerikaanse dollar en in euro, en dit ten opzichte van het niveau voor Duitsland.

het bbp en de staatsschuld ten opzichte van het bbp), niet-fundamentele factoren (bijvoorbeeld het redenominatierisico) en idiosyncratische, landspecifieke factoren.

4. Decompositie van de ecarts op overheidspapier: de rol van fundamentele en niet-fundamentele factoren en de effecten van het monetair beleid

In dit hoofdstuk wordt het verloop van de ecarts op overheidspapier in het eurogebied sedert het begin van de financiële crisis ontleed aan de hand van een econometrisch, macrofinancieel model. Voorts worden de effecten van een aantal monetairbeleidsmaatregelen kort besproken. De hier in aanmerking genomen ecarts zijn de marges ten opzichte van de marktrentes (rente op daggeldrenteswaps) met dezelfde looptijd; ze stemmen derhalve overeen met de in hoofdstuk 2 besproken landenrisicopremies. Zo worden ecarts verkregen voor elke lidstaat van het eurogebied, ook voor Duitsland. Het analysemodel is een standaard macrofinancieel affien rendementscurvemodel voor meerdere landen. Het omvat

GRAFIEK 9 HISTORISCHE UITSPLITSING VAN DE SPREADS OP OVERHEIDSPAPIER: BELGIË*
(in procentpunt, 2006M1-2015M4)



Bronnen: Bloomberg, IMF, Thomson Reuters Datastream, eigen berekeningen.

* Historische uitsplitsing van de spreads op vijfjaars overheidspapier (t.o.v. de rente op daggeldrenteswaps). Zie Dewachter et al. (2014).

(1) 11/2011: Ontslag Italiaanse en Griekse eerste ministers, Grieks referendum, Belgische politieke crisis.

(2) 12/2011 & 02/2012: VLTRO's.

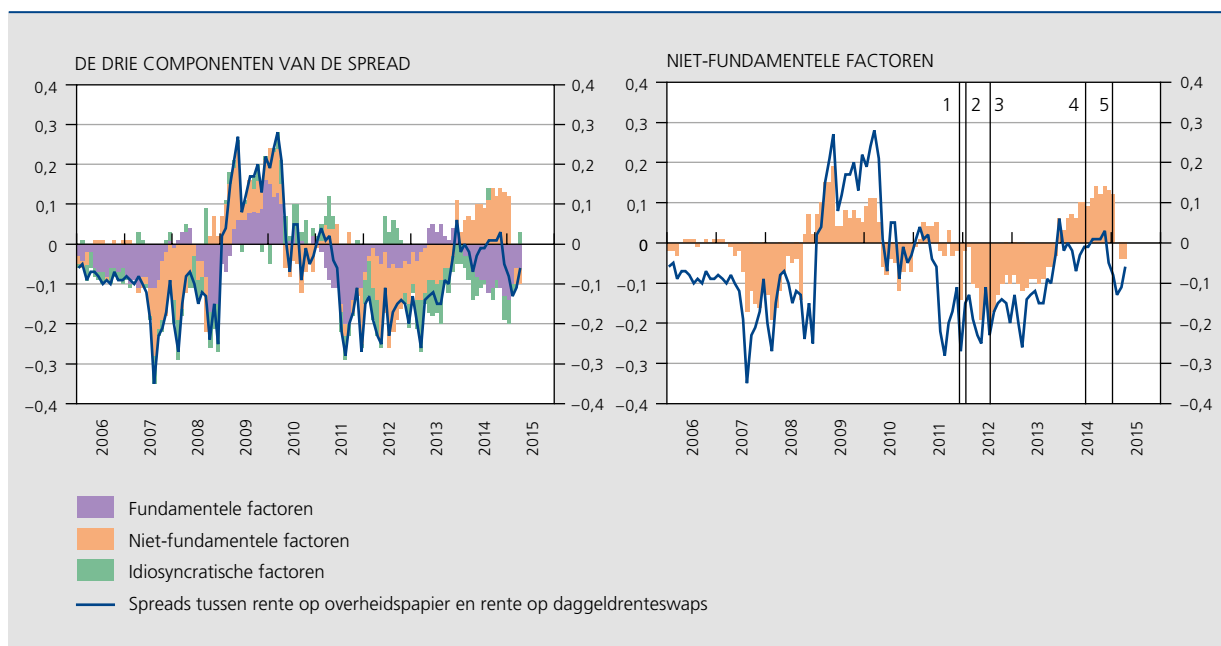
(3) 09/2012: Aankondiging OMT-programma.

(4) 06/2014: Aankondiging TLTRO's (samen met andere maatregelen).

(5) 01/2015: Aankondiging APP-programma.

GRAFIEK 10 HISTORISCHE UITSPLOITING VAN DE SPREADS OP OVERHEIDSPAPIER: DUITSLAND*

(in procentpunt, 2006M1-2015M4)



Bronnen: Bloomberg, IMF, Thomson Reuters Datastream, eigen berekeningen.

* Historische uitsplitsing van de spreads op vijfjaars overheidspapier (t.o.v. de rente op daggeldrenteswaps). Zie Dewachter et al. (2014).

(1) 11/2011: Ontslag Italiaanse en Griekse eerste ministers, Grieks referendum, Belgische politieke crisis.

(2) 12/2011 & 02/2012: VLTRO's.

(3) 09/2012: Aankondiging OMT-programma.

(4) 06/2014: Aankondiging TLTRO's (samen met andere maatregelen).

(5) 01/2015: Aankondiging APP-programma.

meer specifiek zowel macro-economische als financiële variabelen die, in overeenstemming met de empirische literatuur en de financiële theorie, endogeen op elkaar kunnen inwerken en de ecarts op overheidspapier beïnvloeden, terwijl arbitragemogelijkheden op de markten voor overheidsobligaties worden uitgesloten (zie Kader 2).

Aan de hand van het affien termijnstructuurmodel kunnen historische uitsplitsingen worden gebruikt om de bijdragen van de verschillende macro-economische of financiële schokken aan het verloop van de rendementsecarts op overheidspapier door de jaren heen te analyseren. Zoals eerder vermeld, worden, ten behoeve van die uitsplitsing, de verklarende factoren in drie categorieën ingedeeld: (a) fundamentele economische factoren (zoals het bbp of de overheidsschuld in verhouding tot het bbp); (b) niet-fundamentele factoren (voornamelijk het redenerisico); en (c) idiosyncratische landenfactoren die geen verband houden met de twee voorgaande categorieën (bijvoorbeeld de binnenlandse politieke onzekerheid).

Volgens de uitsplitsing van de ecarts op vijfjaars overheidspapier in België (Grafiek 8), Duitsland (Grafiek 9), Italië (Grafiek 10) en Spanje (Grafiek 11), zouden tijdens de

crisis de ecarts op overheidspapier in de vier landen zowel door fundamentele als door niet-fundamentele schokken zijn beïnvloed. Hoewel, volgens het model, de fundamentele component al met al belangrijker was voor alle landen (gemiddeld beschouwd, verklaarde ze voor elk land kenmerkend meer dan 50% van de ecarts op overheidspapier), zouden niet alleen macro-economische en budgettaire variabelen maar ook niet-fundamentele variabelen een belangrijke rol hebben gespeeld in het verloop van de ecarts op overheidseffecten. Niet-fundamentele risico's hebben dus mogelijk de landenrisicopremies verhoogd en, bijgevolg, de vlote transmissie van het monetair beleid naar huishoudens en niet-financiële ondernemingen belemmerd via de in hoofdstuk 2 beschreven mechanismen. Voorts waren de bijdragen van idiosyncratische schokken blijkbaar slechts af en toe significant. In België, bijvoorbeeld, zou het effect van idiosyncratische schokken op de ecarts bijzonder groot zijn geweest in de tweede helft van 2011, ten tijde van de regeringscrisis, maar na de vorming van een regering begin december 2011 zou het snel zijn verdwenen.

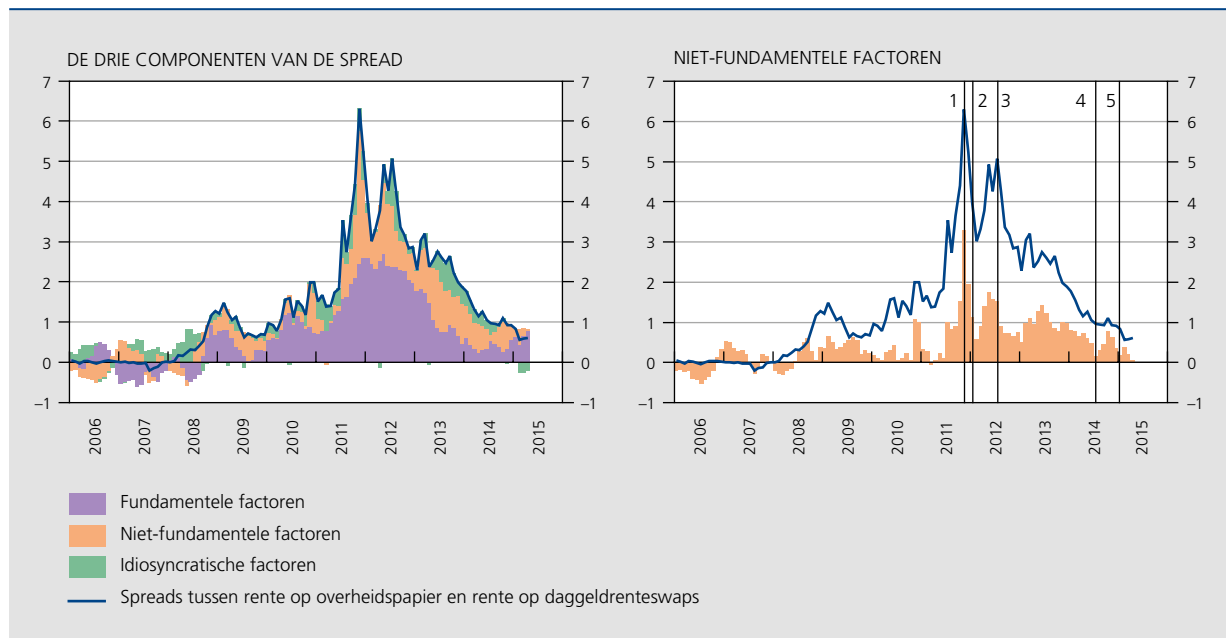
Het relatieve belang van fundamentele en niet-fundamentele schokken in de rendementsecarts op overheidspapier

verschilde echter wel tussen de landen en met de tijd. Van 2008 tot ongeveer eind 2011 zouden voornamelijk fundamentele economische schokken bijgedragen hebben tot de verbreding van de ecarts op overheidspapier in België, Italië en Spanje. Met name in Italië en Spanje waren de fundamentele componenten eind 2011 net niet goed voor 3 procentpunt van de ecarts op overheidspapier, die (ruwweg) schommelden rond om en nabij 4 procentpunt. Gedurende die periode hebben de overheidsobligatiemarkten dus blijkbaar de verslechterende economische situatie in de drie landen weerspiegeld. Tegelijkertijd was het monetair beleid van de ECB, zolang de rol van de niet-fundamentele componenten in de ecarts op overheidspapier relatief beperkt bleef (althans tot november 2011), vooral gericht op liquiditeitsverstrekking aan de financiële sector. Dat gebeurde via zowel conventionele als niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen, zoals verlagingen van de basisrentetarieven en twee zeer langlopende herfinancieringstransacties (Very Long-Term Refinancing Operations – VLTRO's) in december 2011 en februari 2012.

Vanaf eind 2011 lijken niet-fundamentele schokken in het algemeen en het redenominatierisico in het bijzonder

evenwel een aanzienlijke bijdrage te hebben geleverd aan het verloop van de ecarts op overheids effecten. Die bijdrage bereikte kennelijk tweemaal een piek die, afhankelijk van de landen, meer of minder zichtbaar is op de grafieken: in november 2011 en in de zomer van 2012. De eerste piek van de niet-fundamentele risico's – die merkbaar is in België, Italië en Spanje, waar die risico's respectievelijk 46 %, 52 % en 63 % van de ecarts op overheidspapier verklaarden – valt samen met hoog oplopende spanningen rond een mogelijk Grieks referendum (om de voorwaarden van de trojka voor een lening goed te keuren) en het ontslag van de Griekse en de Italiaanse eerste minister. De tweede geraamde piek van de niet-fundamentele componenten, in de zomer van 2012, is bijzonder zichtbaar in het geval van Italië en Spanje (meer dan voor België) en is vooral te wijten aan een scherpe stijging van het redenominatierisico. Hij valt ook samen met de destijds opgetekende hoge quanto CDS-spreads (zie paragraaf 3.2). De zomer van 2012 werd gekenmerkt door de na de verkiezingen van mei moeilijke regeringsvorming in Griekenland die bijdroeg tot de vrees voor een mogelijke Grexit en, via besmettingseffecten, een mogelijk uiteenvallen van het eurogebied. In de zomer van 2012 droegen niet-fundamentele

GRAFIEK 11 HISTORISCHE UITSPLITSING VAN DE SPREADS OP OVERHEIDSPAPIER: ITALIË *
(in procentpunt, 2006M1-2015M4)



Bronnen : Bloomberg, IMF, Thomson Reuters Datastream, eigen berekeningen.

* Historische uitsplitsing van de spreads op vijfjaars overheidspapier (t.o.v. de rente op daggeldrenteswaps). Zie Dewachter et al. (2014).

(1) 11/2011 : Ontslag Italiaanse en Griekse eerste ministers, Grieks referendum, Belgische politieke crisis.

(2) 12/2011 & 02/2012: VLTRO's.

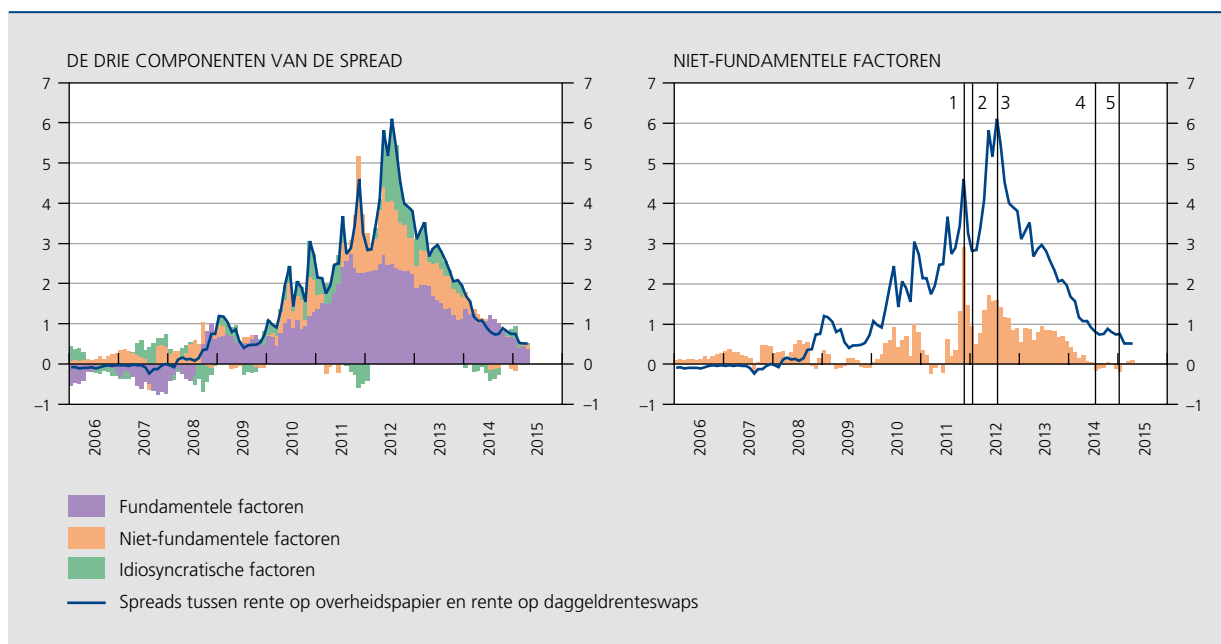
(3) 09/2012 : Aankondiging OMT-programma.

(4) 06/2014 : Aankondiging TLTRO's (samen met andere maatregelen).

(5) 01/2015 : Aankondiging APP-programma.

GRAFIEK 12 HISTORISCHE UITSPILSING VAN DE SPREADS OP OVERHEIDSPAPIER: SPANJE *

(in procentpunt, 2006M1-2015M4)



Bronnen: Bloomberg, IMF, Thomson Reuters Datastream, eigen berekeningen.

* Historische uitsplitsing van de spreads op vijfjaars overheidspapier (t.o.v. de rente op daggeldrenteswaps). Zie Dewachter et al. (2014).

(1) 11/2011: Ontslag Italiaanse en Griekse eerste ministers, Grieks referendum, Belgische politieke crisis.

(2) 12/2011 & 02/2012: VLTRO's.

(3) 09/2012: Aankondiging OMT-programma.

(4) 06/2014: Aankondiging TLTRO's (samen met andere maatregelen).

(5) 01/2015: Aankondiging APP-programma.

factoren blijkbaar bij voor ongeveer 150 basispunten, op totale rendementsecarts van respectievelijk ongeveer 500 en 600 basispunten in Italië en Spanje (en voor 60 basispunten op 150 in België). Het hoeft niet te verwonderen dat het ecart op Duits overheidspapier en de niet-fundamentele component ervan in 2012 negatief waren als gevolg van de beleggersvlucht naar veiligheid. Gelet op de omvang van de niet-fundamentele (redenominatie) risico's, kondigde de ECB in juli 2012 aan dat ze van plan was het redenominatierisico aan te pakken (Draghi, 2012) en in september 2012 zette ze het OMT-programma op. De ECB is bereid om, op basis van dat programma, bij extreme verstoringen van de overheidsobligatiemarkten in te grijpen door op de secundaire markten (mogelijkerwijs onbeperkte hoeveelheden) overheidsobligaties te kopen van lidstaten van het eurogebied die om financiële bijstand verzoeken van het Europees stabiliteitsmechanisme en die het opgelegde aanpassingsprogramma naleven. Aangezien de OMT-aankondiging in hoge mate bijdroeg tot de verkleining van de redenominatierisico's, liepen de geraamde niet-fundamentele componenten tussen september en november 2012 terug, namelijk met ongeveer 60 basispunten in Spanje en met zowat 30 basispunten in België en Italië. In Duitsland, daarentegen, werd de

niet-fundamentele component minder negatief (en steeg hij in dezelfde periode met 9 basispunten).

Omstreeks medio 2014 waren de ecarts op overheidspapier aanzienlijk afgenomen en leken hun niet-fundamentele componenten in België, Italië en Spanje te zijn verdwenen. De ecarts op overheidseffecten waren geringer en weerspiegelden blijkbaar vooral fundamentele economische factoren. De monetairbeleidstransmissie van de ECB naar de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen was evenwel nog niet volledig hersteld, zoals kan worden afgeleid uit de relatief hoge marges op bankkredieten (toegelicht in hoofdstuk 2) of de geringe kredietstromen naar de reële economie. In juni 2014 kondigde de ECB dan ook aan dat ze vanaf september 2014 zou starten met TLTRO's teneinde de banken ertoe aan te sporen krediet te verlenen aan de niet-financiële ondernemingen en de huishoudens (uitgezonderd woninghypotheken). In januari 2015 heeft de ECB haar programma's voor de aankoop van effecten bovendien gehergroepeerd en aangevuld met de aankopen van overheidsobligaties in het zogenoemde uitgebreide APP, dat bedoeld is om de inflatie op middellange termijn opnieuw onder maar dicht bij 2% te brengen. Sedert de aankondiging en

implementatie van deze niet-conventionele maatregelen zijn de ecarts op overheidspapier in België, Italië en Spanje verder teruggelopen. Ook de niet-fundamentele component is in Italië verder afgenomen en in Spanje al

met al dicht bij nul gebleven. In België bereikte hij negatieve waarden. In april 2015 waren de niet-fundamentele componenten voor elk geanalyseerd land naar schatting uiterst gering.

Kader 2 – Affien rendementscurvemodel gebruikt voor de uitsplitsing van de spreads op overheidspapier

De econometrische modelleringsbenadering die werd gebruikt voor de uitsplitsing van de spreads op overheidspapier in fundamentele, niet-fundamentele en idiosyncratische componenten, behoort tot de categorie van de 'macrofinanciële' affiene rendementscurvemodellen. Die categorie van modellen is uitgegroeid tot het referentiemodel voor het onderzoek naar het verloop van de rendementscurve in de context van 'no-arbitrage'-beperkingen. In dit type model worden zowel macro-economische variabelen als financiële factoren in aanmerking genomen voor zover ze de rendementscurve beïnvloeden. Macro-economische en financiële variabelen beïnvloeden de rendementscurve ofwel omdat ze (1) een impact hebben op de verwachtingen ten aanzien van het toekomstig verloop van de korte (monetairbeleids-) rente of omdat ze (2) invloed uitoefenen op de risicopremie. Tegen die achtergrond zijn verscheidene macro-economische variabelen in het model opgenomen, conform de veronderstelling dat sommige macro-economische variabelen, bijvoorbeeld de productie en de inflatie, het monetair beleid (en de toekomstige kortlopende beleidsrentes) kunnen beïnvloeden, terwijl van andere wordt aangenomen dat ze een impact hebben op de risicopremies, bijvoorbeeld de schuldratio's.

Volgens de financiële theorie wordt het model tevens 'arbitrage-free' gemaakt. Dit betekent dat het model rendementscurves genereert die arbitragemogelijkheden tussen overheidsobligaties met verschillende looptijden uitsluit.

Formeel kan het model als volgt worden voorgesteld:

$$S_{i,t} = A + B Y_t + \varepsilon_t,$$

$$Y_t = \mu + \Phi Y_{t-1} + \vartheta_t,$$

waarbij $S_{i,t}$ een vector is met rendementen op overheidspapier of rendementsecarts van verschillende looptijden voor land i op tijdstip t , Y een vector is die de economische situatie ('state vector') beschrijft en de hieronder beschreven economische en financiële variabelen bevat, ε een meetfoutterm is en ϑ de restwaarden bevat van het tweede stelsel van vergelijkingen in het model. Het verloop van de 'state vector' Y , die impliciet ook de verwachtingen in de economie modelleert, wordt verondersteld een vector-autoregressief (VAR) model te volgen en de structurele macro-economische en financiële schokken waardoor de economie wordt getroffen, worden geïdentificeerd op basis van een Cholesky-ontbinding. Gelet op het macrofinancieel verloop van de 'state vector', legt het model no-arbitrage beperkingen op door de grootheden A en B in de rendementsvergelijkingen dusdanig te modelleren dat de uiteindelijke weergave van de rendementscurve vrij is van arbitragemogelijkheden. Het model wordt meer gedetailleerd uitgelegd in Dewachter et al. (2014).

Het specifiek model in dit hoofdstuk bevat dertien variabelen (gebundeld in de vector Y), onderverdeeld in drie categorieën, namelijk de in hoofdstuk 4 besproken fundamentele, niet-fundamentele en idiosyncratische componenten van de spreads op overheidseffecten. In elke component zijn de volgende variabelen opgenomen:

- Fundamentele economische factoren: dat zijn de waargenomen economische variabelen die normaliter het meest bijdragen tot wijzigingen in de spreads op overheidspapier (Afonso et al., 2012; Borge et al., 2012; Caggiano en Greco, 2012; Maltriz, 2012; von Hagen et al., 2011). Sommige variabelen worden verondersteld via het monetair



beleid een impact te hebben op de rendementen en op de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige kortlopende beleidsrentes, namelijk:

- de jaar-op-jaar wijziging van een algemene indicator van economische vooruitzichten (de op Europees niveau gemeten Economic Sentiment Indicator);
- de reële bbp-groei op jaarbasis (nationaal);
- de jaar-op-jaar inflatie (nationaal);
- twee factoren die rekening houden met de monetairbeleidskoers. Die factoren (niveau en helling) worden afgeleid uit een principal component analyse van de OIS-termijnstructuur.

Naast die variabelen omvat het model tevens de overheidsschuld in verhouding tot het bbp, waarvan wordt aangenomen dat ze gekoppeld is aan de kredietrisicopremie. Ten slotte wordt risicoaversie weergegeven door de VIX-index (Bekaert et al., 2013) die de (voor de volgende dertig dagen) verwachte volatiliteit op de financiële markten bij benadering uitdrukt.

- Niet-fundamentele factoren: deze factoren beïnvloeden de spreads op overheidseffecten in het eurogebied, maar ze houden niet rechtstreeks verband met de waargenomen economische variabelen. Die factoren geven derhalve besmettings- en/of redenominatierisico's weer. Daarvan tellen wij er meer bepaald drie:
 - het redenominatierisico: het risico dat een actief in euro kan worden omgezet in een andere (mogelijkerwijs gedevalueerde) wettelijke munteenheid. Het geeft, met andere woorden, het risico weer dat een lidstaat van het eurogebied uit de monetaire unie stapt. Het wordt in het model opgenomen via twee variabelen. Aangezien het redenominatierisico wordt weerspiegeld in gemeenschappelijke veranderingen in de ecarts in het eurogebied (en bijdraagt tot het besmettingsverschijnsel), zijn die beide variabelen gebaseerd op een principal component analyse. In het huidige model worden de eerste twee factoren van de ecarts van het eurogebied als redenominatievariabelen gebruikt⁽¹⁾;
 - het residueel liquiditeitsrisico (vlucht in veiligheid): hierbij wordt het verschil beschouwd tussen het rendement op door de Duitse overheid gewaarborgde KfW-obligaties en het rendement op Duitse Bunds. Aangezien het kredietrisico in beide gevallen gelijk is, vloeien de tussen die obligaties waargenomen rendementsverschillen voornamelijk voort uit liquiditeitsverschillen tussen de twee markten en brengen ze bijgevolg het liquiditeitsrisico tot uiting;
 - het op Europees niveau gemeten politiek risico: het door deze factor verklaarde gedeelte van de spreads op overheidspapier geeft gemeenschappelijke ecartveranderingen weer die toe te schrijven zijn aan een politiek risico in heel Europa. De index is meer bepaald gebaseerd op het aantal krantenartikelen met betrekking tot beleidsonzekerheid (zie Baker et al., 2015).
- Idiosyncratische factoren: de bijdragen van deze factoren tot de spreads zijn voor elk land specifiek en ze houden geen verband met de fundamentele of niet-fundamentele factoren. Zo kunnen idiosyncratische factoren betrekking hebben op binnenlandse politieke ontwikkelingen of op moeilijkheden veroorzaakt door stakingen of sociale spanningen. Ze zijn in het model opgenomen als twee factoren die zijn afgeleid aan de hand van een op de spreads op overheidseffecten van een gegeven land gebaseerde principal component analyse.

(1) Die twee hoofdfactoren verklaren 83% van de totale variatie in de spreads op overheidseffecten van het eurogebied en het is mogelijk de betekenis ervan te interpreteren. De eerste factor stemt overeen met het algemeen niveau van de spreads op overheidseffecten in het eurogebied. Aan de hand van de tweede factor kan een onderscheid worden gemaakt tussen veranderingen in de spreads van de kernlidstaten van het eurogebied en die van de periferie. De eerste factor is derhalve hoog wanneer de spreads overal in het eurogebied groot zijn en de tweede is hoog wanneer het verschil in de spreads van de kernlidstaten en die van de periferie groot is.

Conclusie

In dit artikel wordt het recente verloop geanalyseerd van de rendementen en de rendementsecarts op overheidsobligaties in het eurogebied. Er wordt meer bepaald aangetoond dat de uitzonderlijke schommelingen in de rendementen en de rendementsecarts op overheidsobligaties in het eurogebied tijdens de (overheidsschulden-) crisis gevolgen kunnen hebben gehad voor de verschillende sectoren van de economie. De overheidsschuldencrisis verhoogde met name de impliciete rente op de overheidsschuld vooral in de (perifere) landen die te kampen hadden met zware spanningen op hun markten voor overheidsschuld, verkrapte aanvankelijk de financieringsvoorwaarden van de banken en deed de kosten van bankleningen aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen stijgen. Voor de private sector ging de verruiming van de marges op bancaire kredieten aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen samen met het verloop van de landenrisicopremies, vooral tijdens de periode 2011-2013 in Italië en Spanje, en in mindere mate in België.

Vervolgens wordt een affien macrofinancieel termijnstructuurmodel gebruikt om de relatieve bijdragen te bepalen van deze verschillende schokken aan de rendementsecarts op overheidsobligaties. Aangezien, om die bijdragen te kunnen kwantificeren, een modelbenadering vereist is, dienen de resultaten van de ramingen behoedzaam te worden geïnterpreteerd en zouden ze moeten worden bevestigd door aanvullend onderzoek naar de robuustheid van de resultaten. Niettemin kan er worden uit afgeleid dat de rendementsecarts op overheidsobligaties in België, Duitsland, Italië en Spanje in hoge mate beïnvloed werden door hun fundamentele component. Daarom blijven schokken in fundamentele factoren zoals de bbp-groei of de overheidsschuld in procenten bbp

de belangrijkste oorzaken van de rendementsecarts op overheidsobligaties. Daarnaast werd, tijdens de overheidsschuldencrisis, het redenominatierisico belangrijk en bijgevolg nam het belang van de niet-fundamentele componenten toe, wat strookt met de aanwijzingen van een onafhankelijke maatstaf van het redenominatierisico (quanto CDS-spreads). Deze niet-fundamentele risicocomponent was sterk in de zomer van 2012 toen de vrees voor een mogelijke Grexit of het uit elkaar vallen van het eurogebied een hoogtepunt bereikte. Sinds 2012 lijken de niet-fundamentele componenten van de rendementsecarts op overheidsobligaties echter in elk van de drie landen te zijn afgenomen, na de aankondiging van het OMT-programma van de ECB. Om de werking van het transmissiemechanisme van het monetair beleid te verbeteren, startte de ECB in juni 2014 en in januari 2015 niettemin met respectievelijk een TLTRO-programma en een uitgebreide APP. Deze maatregelen hielpen de niet-fundamentele componenten van de rendementsecarts op overheidsobligaties verder te verlagen, en tegen de achtergrond van de lage inflatie zakten de nominale rendementsecarts op overheidsobligaties, op korte tot middellange termijn, in sommige lidstaten van het eurogebied tot negatieve waarden.

Anders dan de niet-fundamentele risico's blijken de fundamentele economische risico's nog steeds belangrijk te zijn voor de rendementsecarts. Gezien de ontwikkelingen in bijvoorbeeld Italië en Spanje, blijkt uit het model dat de in april 2015 opgetekende rendementsecarts op overheidsobligaties grotendeels toe te schrijven zijn aan de fundamentele componenten. De rendementsecarts op overheidsobligaties zouden bijgevolg nog verder kunnen dalen indien de fundamentele economische factoren structureel zouden verbeteren met eventuele afgeleide effecten op de bancaire debetrente aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen.

Bibliografie

Afonso A., M.G. Arghyrou en A. Kontikas (2012), *The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU*, Technical University of Lisbon, Working Paper 36.

Arnold I.J.M. en S.E. van Ewijk (2014), *The impact of sovereign and credit risk on interest rate convergence in the euro area*, De Nederlandsche Bank, Working Paper 425.

Baker S. R., N. Bloom en S.J. Davis (2015), *Measuring Economic Policy Uncertainty*, Institut d'Economie Industrielle, Université Toulouse 1 Capitole, Working Paper.

Bekaert G., M. Hoerova en M. Lo Duca (2013), 'Risk, uncertainty and monetary policy', *Journal of Monetary Economics*, (60), 771–788.

Bernoth K., J. von Hagen en L. Schuknecht (2012), 'Sovereign risk premiums in the European government bond market', *Journal of International Money and Finance*, (31), 975–995.

Boeckx J. en H. Dewachter (2012), 'Contagion in euro area sovereign bond markets', *Bank- en Financiewezen*, 2012/4, 224–235.

Borgy V., T. Laubach, J.-S. Mésonnier en J.-P. Renne (2012), *Fiscal sustainability, default risk and euro area sovereign bond spread*, Banque de France, Document de Travail 350.

Caggiano G. en L. Greco (2012), 'Fiscal and financial determinants of Eurozone sovereign spreads', *Economics Letters*, (117), 774–776.

Cœuré B. (2012), *The euro area sovereign debt market: lessons from the crisis*, speech at the 12th IMF Annual Forum on Managing Sovereign Risk and Public Debt, Rio de Janeiro, 28–29 June.

Cordemans N. en M. de Sola Perea (2011), 'Leidinggevende rentetarieven, marktrentes en retailrentes in het eurogebied tegen de achtergrond van de recente economische en financiële crisis', *NBB, Economisch Tijdschrift*, 29–55, juni.

De Santis R.A. (2015), *A measure of redenomination risk*, presented at the Second International Conference on Sovereign Bond Markets, ECB, 10–11 March.

Dewachter H., L. Iania, M. Lyrio en M. de Sola Perea (2014), *A macro-financial analysis of the euro area sovereign bond market*, forthcoming.

Draghi M. (2012), speech op de Global Investment Conference in London, 26 juli.

ECB (2013), 'Assessing the retail bank interest rate pass-through in the euro area at times of financial fragmentation', *Monthly Bulletin*, 75–91, August.

ECB (2014a), 'The determinants of euro area sovereign bond yield spreads during the crisis', *Monthly Bulletin*, 67–83, May.

ECB (2014b), 'Euro area risk-free interest rates: measurement issues, recent developments and relevance to monetary policy', *Monthly Bulletin*, 63–77, July.

Gambacorta L., A. Illes en M. Lombardi (2014), *Has the transmission of policy rates to lending rates been impaired by the Global Financial Crisis?*, BIS, Working Paper 477, December.

Illes A. en M. Lombardi (2013), 'Interest rate pass-through since the financial crisis', BIS, *Quarterly Review*, 57–66, September.

Maltriz D. (2012), 'Determinants of sovereign yield spreads in the Eurozone: a Bayesian approach', *Journal of International Money and Finance*, (31), 657–672.

Monfort A. en J.-P. Renne (2014), 'Decomposing euro-area sovereign spreads: credit and liquidity risks', *Review of Finance*, (18), 2103–2151.

Neri S. (2013), *The impact of the sovereign debt crisis on bank lending rates in the euro area*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza* 170.

von Hagen J., L. Schuknecht en G. Wolswijk (2011), 'Government bond risk premiums in the EU revisited: the impact of the financial crisis', *European Journal of Political Economy*, 27(1), 36–43.

Analyse van het beleid tot sanering van de Belgische overheidsfinanciën

P. Bisciari
B. Eugène
W. Melyn
R. Schoonackers
P. Stinglhamber
L. Van Meensel
S. Van Parys

Inleiding

De financiële crisis en de eruit voortvloeiende economische recessie hebben een sterk negatieve impact gehad op de Belgische overheidsfinanciën, zoals dat ook het geval was in vrijwel alle andere geavanceerde landen. Het begrotingstekort liep immers fors op en het schuldpeil steeg aanzienlijk. De Belgische overheid moest dan ook ingrijpen en tekende een strategie uit om terug te keren naar een situatie van houdbare overheidsfinanciën, zulks door het begrotingstekort weg te werken en de schuldgraad van de overheid opnieuw op een neerwaarts pad te brengen. De acties om die doelstellingen te bereiken zijn reeds voor een deel ondernomen, maar er zijn nog extra maatregelen nodig.

De huidige begrotingsconsolidatie in België werd voorafgegaan door twee consolidatieperiodes, een eerste in de jaren tachtig en een tweede in de jaren negentig. In dit artikel worden de kenmerken van die drie periodes toegelicht. In het eerste hoofdstuk worden de saneringsperiodes afgebakend. Het tweede hoofdstuk behandelt de economische en politiek-institutionele context waarin tot de begrotingsconsolidaties werd besloten. Het derde hoofdstuk biedt een beknopt overzicht van de belangrijkste maatregelen. In hoofdstuk 4 wordt nader ingegaan op de verschillende instrumenten die werden ingezet om het saneringsbeleid te implementeren en wordt de impact van die instrumenten in kaart gebracht. Het vijfde hoofdstuk

belicht de gevolgen van het saneringsbeleid voor het verloop van de overheidsschuld en voor de rentetarieven. Tot slot volgen enkele conclusies.

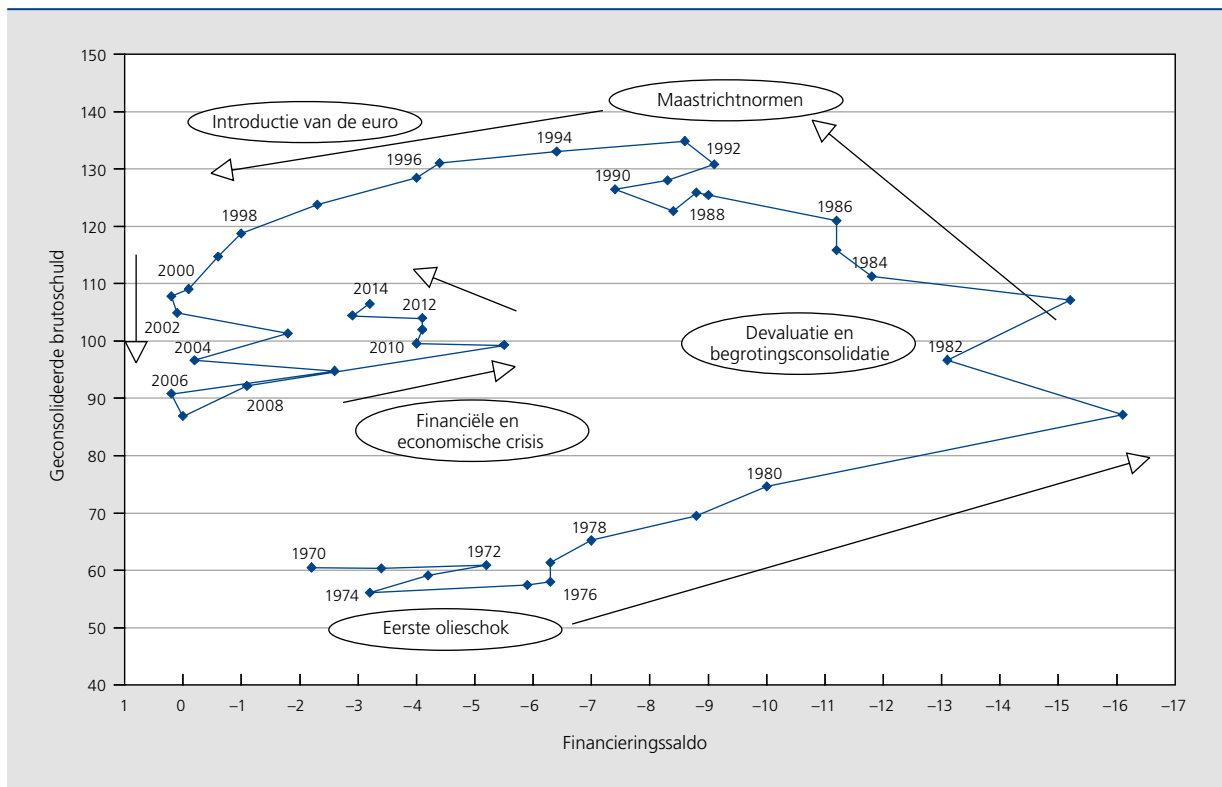
1. Verloop van de Belgische overheidsfinanciën en afbakening van de saneringsperiodes

De afgelopen decennia waren voor de Belgische overheidsfinanciën een bewogen periode. Na de eerste olieschok in de eerste helft van de jaren zeventig en de daaruit voortvloeiende vertraging van de economische groei liep het begrotingstekort fors op als gevolg van, onder meer, een sterke stijging van de overheidsuitgaven. In 1981 bereikte het tekort zelfs het zeer hoge peil van 16,1 % bbp.

Aan het begin van de jaren tachtig vertoonde België zware macro-economische onevenwichten. In 1982 werd dan ook een macro-economisch beleid opgestart dat erop gericht was het internationale concurrentievermogen van de Belgische economie te herstellen en de overheidsfinanciën opnieuw gezond te maken. Dankzij dat beleid kon het begrotingstekort fors worden gereduceerd, maar de overheidsschuld bleef gestaag toenemen.

Op 7 februari 1992 werd het Verdrag van Maastricht ondertekend, met daarin het perspectief om tegen het einde

GRAFIEK 1 ALGEMEEN BEELD VAN DE BELGISCHE OVERHEIDSFINANCIËN
(in % bbp)



Bronnen: INR, NBB.

van de jaren negentig in Europa een monetaire unie te creëren. Landen die aan de muntunie wensten deel te nemen dienden aan een aantal macro-economische criteria te voldoen, met name in het vlak van de overheidsfinanciën. Zo mocht het begrotingstekort de drempelwaarde van 3% bbp niet overschrijden, terwijl de schuld lager moest zijn dan 60% bbp of in een voldoende snel tempo naar deze waarde diende te zakken. Aangezien België deel wenste uit te maken van de landen die vanaf het begin tot de muntunie zouden toetreden, werden maatregelen genomen om het begrotingstekort tot onder het niveau van deze drempelwaarde te reduceren en de schuld op een neerwaarts pad te brengen. Die doelstellingen werden bereikt. Dankzij een gunstige conjunctuur slaagde de Belgische overheid er rond de eeuwwisseling bovendien in haar begroting in evenwicht te brengen. Die situatie van begrotingsevenwicht kon in de daaropvolgende jaren worden aangehouden, waardoor het gewicht van de overheidsschuld in het bbp gestaag kon worden verminderd.

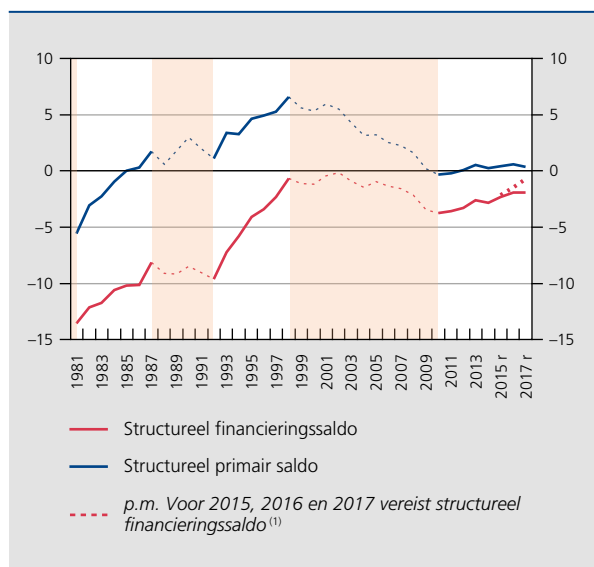
In 2008 en 2009 deden de financiële crisis en de daaruit voortvloeiende economische recessie de Belgische overheidsfinanciën echter opnieuw ontsporen, met een oplopend begrotingstekort en een stijgende overheidsschuld tot

gevolg. Eind 2009 werd België dan ook onderworpen aan een Europese procedure inzake buitensporige overheids tekorten en sindsdien zijn maatregelen genomen om het tekort terug te dringen. Vooralsnog blijven die maatregelen echter onvoldoende om opnieuw een begrotingsevenwicht te bereiken en om te beletten dat de overheidsschuld stijgt.

In dit artikel worden de periodes waarin een sanering van de Belgische overheidsfinanciën plaatsvond, afgebakend aan de hand van het verloop van het structureel financieringssaldo van de overheid. Dat is het nominaal begrotingssaldo gecorrigeerd voor de invloed van de conjunctuurcyclus en voor niet-recurrente factoren. Op basis van deze cijfers tekenen er zich, zoals te verwachten viel, drie consolidatieperiodes af⁽¹⁾. De eerste periode start in 1982 en eindigt in 1987 en wordt gekenmerkt door een structurele verbetering van het begrotingssaldo met 5,4 procentpunt bbp. De tweede consolidatieperiode is de periode die aan de toetreding tot de muntunie voorafgaat; ze loopt

(1) Voor de periode tot 1994, waarvoor het Instituut voor de Nationale Rekeningen geen statistieken publiceert volgens de methodologie van het ESR 2010, werd een retropolatie uitgevoerd op basis van de groeivoeten van de gegevens vervat in de overheidsrekeningen volgens het ESR 1995. Tevens werden de belangrijkste niet-recurrente factoren geïdentificeerd op basis van een analyse van informatie in verband met de uitvoering van de begrotingen.

GRAFIEK 2 AFBAKENING VAN DE CONSOLIDATIEPERIODES AAN DE HAND VAN HET VERLOOP VAN HET STRUCTUREEL BEGROTINGSALDO (in % bbp)



Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) Het betreft een verbetering van het structureel begrotingssaldo met 0,7 procentpunt bbp per jaar, zoals werd aanbevolen door de afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' van de Hoge Raad van Financiën in haar advies van maart 2015.

van 1993 tot 1998. Gedurende die periode liep het structureel begrotingstekort met 9 procentpunt bbp terug. De laatste consolidatieperiode, die volgde op de financiële en economische crisis, startte in 2011. Tussen 2011 en 2014 leidde dat tot een structurele verbetering van het begrotingssaldo met 0,9 procentpunt bbp; volgens de meest recente ramingen van de Bank, waarin rekening is gehouden met de maatregelen waartoe reeds is besloten, zou die verbetering verder oplopen tot 1,8 procentpunt bbp over de ganse periode 2011-2017. Om in 2018 een structureel begrotingsevenwicht te bereiken, zoals dat door de afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' van de Hoge Raad van Financiën wordt aanbevolen en door de federale regering wordt beoogd, zijn evenwel nog extra consolidatiemaatregelen vereist.

2. Context waarin de begrotingsconsolidaties hebben plaatsgevonden

Wat de context betreft waarin de drie periodes van begrotingsaanpassing een aanvang namen, kunnen aanzienlijke gelijkenissen en verschillen worden opgetekend. Om beurten worden hieronder elementen van de economische achtergrond en van de politieke en institutionele situatie onderzocht.

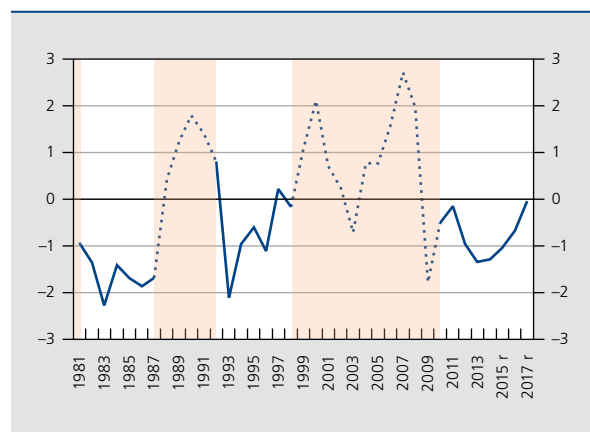
2.1 Economische context

De drie periodes van aanpassing begonnen telkens toen Europa een recessie doormaakte. In België zetten de consolidatieperiodes in op, economisch beschouwd, weinig gunstige ogenblikken. Aan het begin van iedere consolidatieperiode was de output gap immers negatief en dat bleef zo gedurende vrijwel de hele duur van de periodes, wat erop wijst dat de productiefactoren op het ogenblik van de inspanningen onderbezet waren. Het begrotingsbeleid was derhalve procyclisch.

Belgiës macro-economische situatie vertoonde telkens onevenwichtigheden, die echter van periode tot periode enigszins verschilden. Zo waren in 1981-1982 alle macro-economische variabelen ongunstig: een zwakke economische groei, banenverlies, een hoge inflatie en een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. In 1992-1993 werd de zwakke groei in het eurogebied in België nog verergerd door een nieuwe verslechtering van het concurrentievermogen, maar de inflatie bleef onder controle en het land bouwde lopende overschotten op. In 2009 kreeg België af te rekenen met een ernstige recessie; deze laatste werd veroorzaakt door de internationale financiële crisis die in 2008 de voornaamste kredietinstellingen in ons land had ontworcht. De inflatie kon daarentegen perfect worden bedwongen en de lopende rekening was zogoed als in evenwicht.

Bij de aanvang van de saneringen stond België systematisch onder zware druk van de financiële markten. In 1981-1982 en 1992-1993 uitte de druk op de Belgische frank zich in onder meer zijn wisselkoers tegenover de Duitse mark. Door de invoering van de euro als eenheidsmunt, heeft die druk zich in België recentelijk toegespitst

GRAFIEK 3 OUTPUT GAP IN BELGIË (in % van het potentiële bbp)



Bronnen: EC, INR, NBB.

op de overheidsobligaties en op de aandelen van de financiële vennootschappen. Toen op 25 november 2011, aan het einde van het formatieproces voor een federale regering, aangekondigd werd dat over het economische gedeelte en over de begrotingsaspecten een akkoord was bereikt, zwakte hij af. In het jaar telkens voorafgaand aan iedere aanpassingsperiode lag de langetermijnrente tijdens de huidige consolidatieperiode in België veel lager dan in de periode 1993-1998 en zelfs beduidend lager dan tijdens de periode 1982-1987.

Ook de initiële begrotingspositie vertoonde van de ene periode tot de andere grote verschillen. Zo bedroeg de overheidsschuld in 1992 meer dan 130 % bbp, terwijl ze in 1981 beperkt bleef tot 87 % bbp en in 2010 flirtte met 100 % bbp. In de drie gevallen was ze opwaarts gericht, voornamelijk vanwege de omvang van de begrotingstekorten. Het begrotingstekort was in 1981 aanzienlijk groter dan in 1992 en dan in 2010.

In het kader van de momenteel aan de gang zijnde consolidatie blijkt de vereiste inspanning dus weliswaar minder groot te zijn dan tijdens de voorgaande periodes,

maar sommige contextuele elementen zijn nog ernstiger hinderpalen dan toen.

Het eerste obstakel betreft de potentiële groei. Deze laatste is momenteel beperkt tot 1 % ; dat is ongeveer de helft van wat tijdens de twee voorgaande consolidatieperiodes werd opgetekend.

Een tweede struikelblok houdt verband met het niveau van de belastingdruk. Vergeleken met het begin van de consolidatieperiodes van de jaren tachtig en negentig, was die druk bij de aanvang van de huidige consolidatieperiode ongeveer 3 procentpunt bbp zwaarder. Sindsdien is hij nog verzwaard, in 2014 zelfs tot bijna 45 % bbp, een ongekend en, afgemeten aan de Europese landen, bijzonder hoog niveau. De stijgingsmarges voor de gezamenlijke belastingen zijn dus blijkbaar uitermate krap geworden, wat echter niet de mogelijkheid uitsluit van een tax shift teneinde de fiscale en parafiscale druk op arbeid te verlichten.

Aan het begin van de huidige consolidatieperiode lag het niveau van de primaire uitgaven tussen het historisch

TABEL 1 ECONOMISCHE CONTEXT

Criteria	1982-1987	1993-1998	2011-2017
Initiële economische situatie			
Internationale conjunctuur	Recessie	Recessie	Gevolg van de economische crisis / ernstige recessie
Situatie in België	Macro-economische onevenwichtigheden	Verlies aan concurrentievermogen	Idem internationale conjunctuur
Inflatie	7,6 % (1981)	2,4 % (1992)	2,2 % (2010)
Langetermijnrente	13,4 % (1981)	8,7 % (1992)	3,3 % (2010)
Financiële druk	Speculatie tegen de BEF	Crisis in het EMS	Overheidsschuldencrisis
Initiële begrotingspositie (in % bbp)			
Schuld	In 1981 87,1	In 1992 130,8	In 2010 99,5
Financieringssaldo	-16,1	-9,1	-4,0
Fiscale en parafiscale druk	39,1	39,3	42,3
Primaire uitgaven	52,6 Forse toename in de jaren 1970	42,8 Beperkte toename sinds eind jaren 1980	48,9 Forse toename sinds 2000
Sociale uitkeringen	22,3	21,4	23,9
Overheidsinvesteringen	5,2	2,2	2,3
Verloop tijdens de periodes van begrotingsconsolidatie			
Potentiële groei ⁽¹⁾	1,7	2,1	1,0
Weerslag van de vergrijzing	Lichte	Sterkere	Nog sterkere

Bronnen: EC, OESO, INR, NBB.

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

hoge peil van begin jaren tachtig en het lagere niveau van de jaren negentig. Zo werd bij de sanering van de jaren tachtig vooral gesnoeid in de primaire uitgaven, terwijl in de jaren negentig het accent veeleer op de ontvangsten lag. Wat de huidige aanpassing betreft, lijkt er aan de uitgavenzijde enige marge te zijn. De inspanning staat echter onder belangrijke druk vanwege, enerzijds, de impact van de vergrijzing van de bevolking op het niveau van de sociale uitkeringen en, anderzijds, het ontbreken van de gemakkelijke bezuinigingsmarges inzake de investeringen, gezien het lage niveau van deze laatste.

De in 1981 nog bijzonder omvangrijke overheidsinvesteringen konden tussen 1982 en 1987 immers in hoge mate worden gedrukt. Het hoge niveau van het begin van de jaren tachtig werd nooit meer gehaald en nieuwe bezuinigingen inzake dat type uitgaven kunnen dus nooit nog van dezelfde omvang zijn. Bovendien moeten de investeringsuitgaven, vanwege het gunstige effect ervan op het groeipotentieel, zoveel mogelijk worden gevrijwaard of zelfs gestimuleerd.

Het niveau van de sociale uitkeringen kwam in 2010 slechts licht boven dat van het begin van de jaren tachtig en negentig uit. Het effect van de vergrijzing van de bevolking wordt echter steeds meer voelbaar. De vergrijzingsgerelateerde sociale uitgaven, vooral die voor pensioenen en gezondheidszorg, zullen tegen 2017 wellicht toenemen.

Het loonaandeel in het bbp, daarentegen, zou gedurende de huidige consolidatieperiode minder dalen dan tijdens de twee voorgaande periodes. Een inkrimping van dat aandeel drukt de ontvangsten aangezien de lonen relatief meer belast worden dan de andere inkomens.

2.2 Politieke en institutionele context

Er zijn ook opvallende gelijkenissen en verschillen in de politieke en institutionele context.

2.2.1 Europese governance en begrotingsdoelstellingen

Tijdens de laatste twee consolidatieperiodes heeft het Europees governancekader de begrotingsaanpassingen mee in de hand gewerkt. In 1981 bestond dat kader niet. De enige druk ging uit van peers, van internationale instellingen zoals het IMF en van de financiële markten. In 1992 vond de Belgische regering een leidraad in de criteria van Maastricht. Om tot de monetaire unie te kunnen toetreden, diende het financieringssaldo tegen 1997 te worden teruggebracht tot minder dan 3% bbp; dat jaar werd

nagegaan of ons land voor toetreding tot het eurogebied in aanmerking kwam. Wat de huidige aanpassingsperiode betreft, liep tussen december 2009 en juni 2014 voor België een buitensporigtekortprocedure en werden de regels van het Stabiliteits- en groeipact versterkt door het sixpack, het twopack en het begrotingspact (het budgettaire gedeelte van het Verdrag inzake stabiliteit, coördinatie en bestuur in de economische en monetaire unie).

Door de versteviging van het Europees governancekader worden de doelstellingen voor de overheden ook almaar dwingender. In de jaren tachtig, toen er geen Europese governance was, had de regering immers tot doel het netto te financieren saldo terug te dringen. Dit budgettaire beginsel op kasbasis was op dat ogenblik de hoofddoelstelling van het begrotingsbeleid. In de jaren negentig werd de fakkel overgenomen door het in de nationale rekeningen voorkomende financieringssaldo van de overheid, dat immers opgenomen was in de convergentiecriteria van het Verdrag van Maastricht. In tegenstelling tot het netto te financieren saldo wordt het financieringssaldo van de overheid niet beïnvloed door zuiver financiële transacties zoals privatiseringsopbrengsten. Ook voor de lopende consolidatieperiode zijn de normen ietwat dwingender voor zover de doelstellingen voortaan vastgelegd zijn in het ESR 2010, terwijl dat in de jaren negentig in het ESR 1979 was en, vooral, aangezien het Europees governancekader thans vereist dat het structureel saldo verbetert teneinde op middellange termijn een structureel evenwicht te bereiken. Zo kan de regering de begrotingsdoelstellingen niet langer halen aan de hand van tijdelijke maatregelen. Als gevolg van de Maastricht-criteria, werd bovendien sterker beklemtoond dat de schuld tijdens de periode waarin werd nagegaan of België tot de muntunie kon toetreden, in een bevredigend tempo zou worden verlaagd. Ook voor de meest recente periode gelden er schuldcriteria, waarbij de landen met de hoogste schuldgraad navenant zwaardere structurele begrotingsinspanningen moeten leveren dan de andere.

2.2.2 Federale verkiezingen en regeerperiodes

De drie consolidatieperiodes vingen vrij vroeg aan in federale regeerperiodes die door een zekere stabiliteit werden gekenmerkt. In de periode 1982-1987 werd het eerste saneringsprogramma goedgekeurd in maart 1982, kort na de verkiezingen van november 1981. In de periode 1993-1998 stelde de regering het eerste echte saneringsplan op bij de begrotingscontrole van april 1993, ook al werden reeds vanaf 1992 begrotingsmaatregelen genomen. De parlementsverkiezingen hadden plaatsgevonden in november 1991, maar veel tijd ging inmiddels naar de onderhandelingen over een staats hervorming, onderhandelingen die in september 1992 uitmondde in het

Sint-Michielsakkoord. In de huidige periode werden de eerste begrotingsmaatregelen genomen meteen na het in november 2011 gesloten regeerakkoord, maar vanwege een buitengewoon lange regeringsvorming kwam dat akkoord er pas veel later dan de parlementsverkiezingen van juni 2010. Dat inzake structurele hervormingen en begrotingsaangelegenheden doorgaans belangrijke maatregelen worden genomen zodra er een regeerakkoord is, werd nogmaals bevestigd met de begroting 2015 van de federale regering die na de parlementsverkiezingen van mei 2014 aantrad.

De drie periodes verschillen echter van elkaar wat de parlementaire methode betreft die de federale regering heeft toegepast om haar begrotingsmaatregelen en economische hervormingen te doen goedkeuren. Terwijl de regering in de periode 1982-1987 voor de bijzondere machten koos en ze in de periode 1993-1998 ook een beroep deed op kaderwetten, maakt ze bij de huidige consolidatie gebruik van de klassieke parlementaire procedures (programmawetten).

2.2.3 Staatshervormingen en de rol van Entiteit II

Op institutioneel vlak gebeurden de saneringen in de loop van de tijd tegen de achtergrond van een toenemend federalisme, aangezien de gemeenschappen en gewesten politiek, economisch en budgettair gaandeweg belangrijker werden. De begrotingsconsolidaties werden eveneens na een staatshervorming aangevat. De bijzondere wet tot hervorming der instellingen van 8 augustus 1980 bekrachtigde een institutioneel akkoord en doordat er op dat ogenblik anderszins geen beslomeringen waren, kon na de verkiezingen van november 1981 vrij snel een regering worden gevormd die zich van haar budgettaire taak kon beginnen te kwijten. In 1993 volgden de saneringsbeslissingen op het Sint-Michielsakkoord. In 2011 begonnen de onderhandelingen over het economisch en budgettair gedeelte van het regeerakkoord meteen na het akkoord over de zesde staatshervorming in oktober 2011.

Entiteit II, die de gemeenschappen en gewesten alsook de lokale overheid omvat, droeg in elk van de beschouwde periodes bij tot de sanering van de overheidsfinanciën, zij het in beperkte mate. In de jaren tachtig waren het vooral de lokale overheden, waarvan de financiën waren ontspoord, die aanpassingen ten uitvoer legden. Zo kregen de gemeenten en provincies een norm opgelegd om tegen 1988 hun gewone begroting van het eigen dienstjaar opnieuw in evenwicht te brengen. De vereiste inspanningen waren des te zwaarder daar de federale overheid terzelfder tijd de via het Gemeentefonds overgedragen middelen had teruggeschroefd. Niettemin had de federale overheid ook de schuld van de grote steden overgenomen via een

Hulpfonds tot financieel herstel van de gemeenten en hadden de gewesten, die na de staatshervorming van 1988 de bevoegdheid hadden verworven over de financiën van de gemeenten, de schuld van andere steden overgenomen.

In de jaren 1990 en 2010 waren het veeleer de gemeenschappen en gewesten die aan de begrotingsconsolidatie bijdroegen. Sinds 1994 sloten de federale regering en de gewest- en gemeenschapsregeringen samenwerkingsakkoorden in het Overlegcomité, op basis van een advies van de afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' van de Hoge Raad van Financiën die was opgericht krachtens de bijzondere wet van 16 januari 1989 betreffende de financiering van de Gemeenschappen en de Gewesten. Voor iedere gemeenschap en ieder gewest werden aanbevelingen inzake maximaal toegestane begrotingstekorten geformuleerd teneinde de verhouding van hun schuld tot de ontvangsten in het jaar 2000 te stabiliseren, dat was aan het einde van de overgangperiode van de financieringswet. De financieringswet voorzag tevens in een gedeeltelijke overname van de federale schuld door de gemeenschappen en gewesten.

Meer recentelijk regelde de bijzondere wet van 6 januari 2014 tot hervorming van de financiering van de gemeenschappen en de gewesten, tot uitbreiding van de fiscale autonomie van de gewesten en tot financiering van de nieuwe bevoegdheden verscheidene uitdrukkelijke bijdragen van de gemeenschappen en gewesten tot de sanering van de overheidsfinanciën. In december 2013 gaf een samenwerkingsovereenkomst uitvoering aan de kernaspecten van het begrotingspact; op die manier werd geformaliseerd dat, inzake de begrotingsdoelstellingen, de federale regering en de regeringen van de gemeenschappen en de gewesten samenwerkingsovereenkomsten met elkaar sluiten. Die overeenkomst bepaalt dat de jaarlijkse begrotingsdoelstellingen in nominale en structurele termen over de verschillende beleidsniveaus zullen worden verdeeld, en zulks op basis van een advies van de afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' van de Hoge Raad van Financiën. Die verdeling zal moeten worden goedgekeurd door het Overlegcomité en ze zal worden opgenomen in de bijwerkingen van het stabiliteitsprogramma.

3. Belangrijkste maatregelen

3.1 Belangrijkste maatregelen: jaren tachtig

3.1.1 Overzicht

De regering die na de verkiezingen van november 1981 aantrad, verleende absolute voorrang aan het herstel van

de grote macro-economische evenwichtigheden. Het begin 1982 goedgekeurde stabilisatieprogramma bevatte dan ook voornamelijk maatregelen om het concurrentievermogen van de Belgische economie te herstellen. In februari 1982 werd de Belgische frank met 8,5 % gedevalueerd⁽¹⁾. Tegelijk werden de prijzen in 1981-1982 administratief geblokkeerd en omvatte de loonmatiging een reële loonbevrozing. De regering introduceerde fiscale stimuli, meer bepaald de bevordering van de intekening op aandelen, het bijzondere stelsel van de coördinatiecentra en de investeringsaftrek. Als parafiscale stimuli werden diverse verminderingen en vrijstellingen van de werkgeversbijdragen voor de sociale zekerheid ingevoerd, zoals de Maribel-operatie die in juli 1981 van start ging. Die operatie behelsde, in een aantal bedrijfstakken, een vermindering van de werkgeversbijdragen op de arbeiderslonen; die vermindering werd gecompenseerd door een verhoging van de indirecte belastingen. De eerste budgettaire aanpassingen werden ook uitgewerkt teneinde het begrotingstekort te verkleinen.

Vanaf maart 1984 verlegde de regering haar prioriteit gaandeweg naar de overheidsfinanciën. De begin 1982 vastgelegde doelstelling om het tekort op de begroting en de sociale zekerheid te reduceren tot ongeveer 7 % van het bnp werd met een jaar uitgesteld, van 1985 tot 1986, maar aan dat uitstel werd een meerjarig saneringsplan gekoppeld. In 1985 besloot de volgende regering de terugkeer naar een netto te financieren saldo van 7 % van het bnp te verdagen tot 1989; ze trachtte die verbintenis geloofwaardiger te maken door in mei 1986 het Sint-Annaplan goed te keuren. In 1987 werden supplementaire maatregelen genomen.

De symbolisch meest belangrijke begrotingsmaatregel van die periode was ongetwijfeld de drievoudige indexsprong waartoe in het meerjarenplan van maart 1984 werd besloten; die indexsprongen vonden plaats in april 1984, januari 1985 en juni 1987. Ze verlengden de loonmatiging voor de werknemers, maar de ondernemingen trokken daar geen profijt van. Ze waren immers verplicht de winst van die maatregel over te dragen aan de sociale zekerheid via een loonmatigingsbijdrage. Door de indexsprongen konden de overheden ook de salarissen van hun personeel en de meeste sociale uitkeringen verminderen. Terzelfder tijd werd voor het beroepsinkomen van de zelfstandigen een nieuwe socialezekerheidsbijdrage ingevoerd.

3.1.2 Maatregelen aan de zijde van de primaire uitgaven

Over de hele periode 1982-1987 werd in de meeste primaire uitgaven van de federale overheid besnoeid.

(1) Andere aanpassingen van pariteiten binnen het EMS hadden tijdens die consolidatieperiode ook een weerslag op de koers van de Belgische frank, meer bepaald de revaluaties van de Duitse mark en de Nederlandse gulden.

Hoewel er nog geen formele norm bestond, trachtten de regeringen, aan de hand van begrotingscirculaires, de toename van die uitgaven feitelijk te beperken tot het inflatiepeil.

Behalve via de indexsprongen verlaagden de federale regeringen de beloning van de werknemers door in ministeries, scholen en bij defensie de werkgelegenheid bij de overheid te beperken. Die doelstelling moest worden verwezenlijkt via diverse maatregelen, zoals het selectief niet-vervangen van natuurlijke afvloeiingen, het bevorderen van deeltijdarbeid en het toekennen van vervroegd pensioen in het onderwijs. In het onderwijs werd de werkgelegenheid ook gedrukt krachtens andere maatregelen, zoals de neerwaartse bijstelling van de omkaderingsnormen. In 1986 werden de kredieten voor onderzoek en, derhalve, voor onderzoekers teruggeschroefd.

Ook de overheidsinvesteringen, werkingsuitgaven, kapitaalverstrekkingen aan openbare bedrijven en subsidies aan particuliere ondernemingen gingen aanzienlijk naar omlaag. Tegen die achtergrond kwamen de plannen ter ondersteuning van de nationale sectoren neer op eenmalige omvangrijke uitgaven, meer bepaald in 1981 en 1983.

De besparingsmaatregelen troffen ook alle sociale uitkeringen. Tussen 1982 en 1990 werd de welvaartskoppeling opgeschort. Vanaf oktober 1983 werd de koppeling van de uitkeringen aan de nationale consumptieprijnsindex afgevlakt en vanaf 1984 golden de indexsprongen voor de meeste sociale uitkeringen. Tevens werden sommige uitkeringen geplafonneerd, wat op een grotere selectiviteit wees.

Meer specifieke maatregelen hadden een impact op de rust- en overlevingspensioenen. Het effect van die maatregelen werd getemperd door, onder meer, de verhoging van de minima en van de inkomensgarantie voor ouderen.

Diverse initiatieven waren erop gericht het verloop van de uitgaven voor gezondheidszorg onder controle te houden. Simultaan met de indexsprongen, werden de erelonen van artsen slechts gedeeltelijk geïndexeerd; behalve in uitzonderingsgevallen volgde de verpleegdagprijs van de ziekenhuizen de inflatie; de toename van het aantal bedden in ziekenhuizen en rust- en verzorgingstehuizen vertraagde; het persoonlijk aandeel bij een langdurige ziekenhuisopname werd groter; de comfortgeneesmiddelen werden niet langer terugbetaald, en de voorwaarden voor erkenning als WIGW⁽¹⁾ werden verstrengd. Ook voor de ziekte- en invaliditeitsuitkeringen werden beperkende maatregelen ingevoerd.

Inzake kinderbijslag voorzagen specifieke bezuinigingsmaatregelen in een forfaitaire inhouding op de kinderbijslag, dit vanaf april 1982, en in de schrapping, in 1983, van de 13de en 14de maand in het werknemersstelsel voor kinderen met een normale kinderbijslag van rang 1. In 1984 werd de toekenning van verhoogde kinderbijslag beknod.

Wat de werkloosheidsuitkeringen betreft, besloot de regering bij niet-gezinshoofden een onderscheid te maken tussen alleenstaanden en samenwonenden; de uitkering aan samenwonenden die reeds meer dan twee jaar werkloos waren, werd tot het bestaansminimum verlaagd. Ook de procedures voor de uitsluiting van het recht op een werkloosheidsuitkering werden verscherpt. Zo werden sommige uitkeringen verminderd in geval van abnormaal lange of herhaalde werkloosheid.

De federale overheid verminderde ook haar overdrachten naar de lokale overheden, meer bepaald die via het Gemeentefonds. De lokale overheden schroefden hun uitgaven derhalve terug. De salarissen konden worden verlaagd dankzij de indexsprongen, maar ook door een zekere inkrimping van het personeelsbestand van de gemeenten, zowel in de administratie als in het gemeentelijk onderwijs. De lokale overheid verminderde overigens ook haar investeringsuitgaven.

3.1.3 Maatregelen aan de ontvangstenzijde

De federale overheid beoogde meer belastingmiddelen te innen. Sommige btw-tarieven – bijvoorbeeld de speciale taks op luxeproducten – en accijnsrechten werden opgetrokken, meer bepaald ter financiering van de Maribel-operatie. In 1984 steeg de roerende voorheffing van 20 naar 25 % en kreeg ze een bevrijdend karakter. De regering schroefde ook de belastinguitgaven ten gunste van de ondernemingen terug. Zo besloot ze in 1986 sommige sociale voordelen in de vennootschapsbelasting niet langer aftrekbaar te maken en verscherpte ze de controle op een aantal oneigenlijke voordelen van de coördinatiecentra. Wat de niet-belastingontvangsten betreft, verhoogden de universiteiten het inschrijvingsgeld nadat de overdrachten die ze van de federale overheid ontvingen, waren teruggeschoefd.

De sociale zekerheid saneerde haar financiën ook door de socialezekerheidsbijdragen te verhogen. Naast de loonmatigingsbijdrage dankzij welke de sociale zekerheid profijt kon trekken van de indexsprongen, werden tal van initiatieven genomen om de socialezekerheidsbijdragen op te trekken, dit trouwens in veel hogere mate

dan de toegekende bijdrageverminderingen, waarvan de Maribel-operatie de belangrijkste was. De voornaamste veranderingen bestonden in de verruiming van het begrip salaris op basis waarvan de bijdragen worden geheven (inaanmerkingneming van het dubbel vakantiegeld, jaareindepremies, winstdeelnemingen, ...), de verhoging en, vervolgens, de afschaffing – vanaf 1981 – van het loonplafond, de verhoging van sommige werkgeversbijdragen en van de persoonlijke bijdragen (gezondheidszorgbijdragen, bijzondere bijdrage op de hoge inkomens, bijzondere bijdrage ten laste van alleenstaanden en gezinnen zonder kinderen, ...). Ook de socialezekerheidsbijdragen van de zelfstandigen werden opgetrokken.

Tot slot voerden de lokale overheden hun eigen ontvangsten op, met name door hun opcentiemen op de personenbelasting te verhogen.

3.2 Belangrijkste maatregelen van de jaren negentig

3.2.1 Overzicht

De in maart 1992 gevormde regering legde in juni van dat jaar een convergentieprogramma neer dat tot doel had het begrotingstekort in 1996 terug te dringen tot 3 % bbp teneinde te kunnen deelnemen aan de derde fase van de economische en monetaire unie. De oorspronkelijke begroting van 1993 bevatte weliswaar reeds een aantal maatregelen, maar de echte kentering kwam er pas in april 1993, toen naar aanleiding van de begrotingscontrole een omvangrijk saneringsplan werd goedgekeurd. De inspanningen volgden elkaar op, met de goedkeuring, in november 1993, van het globaal plan voor de werkgelegenheid, het concurrentievermogen en de sociale zekerheid en van de aanvullende maatregelen naar aanleiding van de diverse opmaakfasen en controles van de federale begroting. In haar algemeenbeleidsverklaring van september 1994 formuleerde de regering de doelstelling om na 1996 een primair overschot van meer dan 6 % bbp aan te houden. De parlementsverkiezingen werden ietwat vervroegd georganiseerd, namelijk in het voorjaar van 1995, teneinde de aanvullende maatregelen, gericht op het bereiken van de begrotingsdoelstellingen, gemakkelijker te laten goedkeuren. De na de verkiezingen gevormde regering bekrachtigde daartoe de begrotingsdoelstellingen in haar regeerakkoord van juni 1995. Die doelstellingen, in het bijzonder het behoud van een omvangrijk primair overschot, werden overgenomen in het convergentieprogramma van december 1996. Om in het vlak van werkgelegenheid en concurrentievermogen de nodige hervormingen ten uitvoer te kunnen leggen, maakte de regering in 1996 kaderwetten.

(1) WIGW staat voor Weduwen, Invaliden, Gepensioneerden en Wezen, met andere woorden de vier categorieën die, onder bepaalde voorwaarden, bijzondere socialezekerheidsrechten konden genieten.

Aangezien de sanering van de overheidsfinanciën aanving in een verslechterd conjunctuurklimaat en met een verzwakt concurrentievermogen, werd het begrotingsbeleid in een ruimer perspectief geplaatst. Inzake het economisch beleid besloot de Ecofin-Raad eind juli 1993 de schommelingsmarges van de aan het EMS deelnemende valuta's te verruimen van 2,25% tot 15%. Dankzij die maatregel kon de speculatie tegen sommige valuta's, waaronder de Belgische frank, worden getemperd. In termen van monetairbeleidsdoelstelling kon de koppeling van de Belgische frank aan de Duitse mark zodoende gehandhaafd blijven.

Bij ontstentenis van een akkoord tussen de sociale partners, legde de regering, om het concurrentievermogen te herstellen, een aantal loonmatigingselementen op. Zo werden, krachtens het globaal plan, de reële lonen voor de jaren 1995-1996 bevroren en werd de gezondheidsindex ingevoerd als referentie-index voor de indexering van lonen, uitkeringen, inkomens van vrije beroepen, tantièmes en huurgelden. Die gezondheidsindex weert tabak, alcoholhoudende dranken, benzine en diesel uit de nationale consumptieprijsindex. In 1996 werd ook de loonnorm ingevoerd die het risico beperkt dat de nominale loonkosten in België sneller toenemen dan bij de drie voornaamste handelspartners (Duitsland, Frankrijk en Nederland). Het concurrentievermogen van de ondernemingen werd ook versterkt door de Maribel-operatie bis (in juli 1993) en door een reeks selectieve verlagingen van de werkgeversbijdragen. Sommige doelgroepen kregen daarbij voorrang, bijvoorbeeld de jonge werkzoekenden, de bedrijven met een betere arbeidsherverdeling en de laaggeschoolden, meer bepaald via de verlaging, krachtens het globaal plan, van de werkgeversbijdragen op lage lonen. Dat beleid ter vermindering van de werkgeversbijdragen werd in de tweede helft van het decennium uitgebreid. Zo werd de Maribel-operatie in 1997 verruimd in overeenstemming met de Europese wetgeving. Een Maribel-operatie was ook specifiek gericht op de creatie van banen in de niet-marktsector.

In de periode 1993-1998 maakten de verkleining van het financieringssaldo, maar ook de vermindering van de schuld de hoofddoelstellingen van het begrotingsbeleid uit. Wat de schuldreductie betreft, werden verscheidene overheidsbedrijven, waaronder de openbare kredietinstellingen en Belgacom, geheel of gedeeltelijk geprivatiseerd en werden meerwaarden gerealiseerd op de verkoop van goudreserves van de Bank.

Om het financieringssaldo te verkleinen, legde de federale regering reeds in 1992 drie na te leven normen vast in de onder haar bevoegdheid vallende materies. Om te beginnen, moesten de belastingontvangsten in hetzelfde tempo toenemen als het bnp. Vervolgens mochten de primaire

uitgaven van de federale overheid niet sneller stijgen dan de inflatie. En tot slot werd voor de sociale zekerheid op jaarbasis een norm van financieel evenwicht vastgelegd, met de beperking dat de subsidies van de federale overheid in nominale termen ongewijzigd zouden blijven.

3.2.2 Maatregelen aan de zijde van de primaire uitgaven

De federale regering nam verscheidene initiatieven om, in reële termen, de norm inzake de bevroening van haar primaire uitgaven te halen. Zo bleven, in nominale termen, de subsidies aan de overheidsbedrijven verscheidene jaren ongewijzigd. Hetzelfde gold voor de kredieten aan het leger. De primaire uitgaven van de ministeries en van de instellingen van openbaar nut werden in reële termen bevroren. Bezuinigingen op de werkingskosten zouden dit type uitgaven in reële termen hebben doen dalen. Tot slot kon door de invoering van de gezondheidsindex een rem worden gezet op het verloop van de bezoldigingen van het overheidspersoneel.

Naast de algemene impact van de gezondheidsindex die ook van toepassing is op de sociale uitkeringen, werden tal van maatregelen genomen om het verloop van dit type uitgaven te temperen.

In 1997 werden de pensioenen in de private sector hervormd; de effecten van deze hervorming zijn mettertijd sterker geworden. De voornaamste maatregel was de geleidelijke verlenging van de beroepsloopbaan, van 40 tot 45 jaar, en de graduele verhoging van de leeftijd waarop de pensioenberekening voor vrouwen berustte, met het oog op de naleving van de Europese richtlijn betreffende de geleidelijke tenuitvoerlegging van het beginsel van gelijke behandeling van mannen en vrouwen op het gebied van de sociale zekerheid.

Voor de gezondheidszorg werd een reëlegroei-norm ingesteld. Die norm bleef tijdens de periode 1995-1999 beperkt tot 1,5%, maar ze werd slechts zelden nageleefd. Bovendien werd de norm zelf ook versoepeld aangezien de financiering van een aantal prioriteiten buiten de norm viel, bijvoorbeeld programma's voor chronisch zieken of de uitbreiding van palliatieve verzorging. Andere maatregelen beoogden daarenboven een betere toegang voor de patiënten. Niettemin remden maatregelen de vraag naar gezondheidszorg af, zoals de verhoging van het remgeld en de afschaffing van de terugbetaling van sommige geneesmiddelen, of trachtten ze het aanbod te beperken door in te werken op, onder meer, de volumes (numerus clausus voor artsen, aanmoediging van fusies tussen ziekenhuizen, enz.) en de financieringstechnieken voor ziekenfondsen, ziekenhuizen en rusthuizen.

Inzake werkloosheid werden de controles verscherpt, werden misbruiken strenger bestraft en trachtten activeeringsplannen meer personen opnieuw in te schakelen in de arbeidsmarkt. Voorts werd het brugpensioen ontmoedigd door er de toegangleeftijd voor te verhogen, maar het aantal oudere niet-werkzoekende werklozen bleef oplopen.

3.2.3 Maatregelen aan de ontvangstenzijde

De belangrijkste maatregelen uit de consolidatieperiode 1993-1998 hadden betrekking op de belastingontvangsten.

Wat de personenbelasting betreft, bleef de indexerings van de meeste belastingschalen gedurende heel deze periode opgeschort; tot die opschorting was bij de initiële begroting van 1993 besloten. Daarnaast voerde de overheid vanaf de begrotingscontrole van april 1993 een aanvullende crisisbijdrage in. Die werd – in de vorm van een inning van drie opcentiemen – geheven op zowel de personen- als de vennootschapsbelasting, met inbegrip van de roerende voorheffing. Ook werden de belastinguitgaven met betrekking tot het langetermijnsparen beperkt.

In het vlak van de vennootschapsbelasting werden maatregelen goedgekeurd om belastinguitgaven af te schaffen of te beperken. Diverse bepalingen werden in beperkende zin herzien of gedeactiveerd (fictieve roerende voorheffing van de coördinatiecentra, investeringsaftrek, enz.). Tevens werden maatregelen genomen om oneigenlijk gebruik van de belastingwetgeving te corrigeren, bijvoorbeeld de wijziging van de stelsels van de forfaitaire quotiteit van buitenlandse belasting, van de definitief belaste inkomsten en van de overgedragen verliezen, als ook de invoering van de bepaling tegen rechtsmisbruik. Tevens werd de belasting van de elektriciteitsproducenten verhoogd.

Ook verscheidene maatregelen in het vlak van de consumptiebelasting genereerden extra ontvangsten, hetzij ten voordele van de federale overheid, hetzij als alternatieve financiering van de sociale zekerheid bedoeld ter compensatie van de verminderde ontvangsten van deze deelsector als gevolg van de verlagingen van de werkgeversbijdragen. Het vaste btw-tarief werd in 1994 opgetrokken van 19,5 % tot 20,5 % en in 1996 tot 21 %. De accijnzen werden verhoogd, meer bepaald die op producten die geen deel uitmaken van de gezondheidsindex, namelijk brandstoffen, alcoholhoudende dranken en tabak. Inzake energie werden een controlereditie op huisbrandolie, een bijdrage op het energieverbruik en een accijnscompenserende heffing op dieselwagens ingevoerd.

In het vlak van de alternatieve financiering werden, ter financiering van de sociale zekerheid, supplementaire belastingen geheven op de roerende en onroerende inkomsten. Wat de belasting op de roerende inkomsten betreft, steeg de voorheffing op vastrentende effecten geleidelijk van 10 tot 15 %. De taks op beurstransacties ging omhoog van 0,35 % tot 1 %. Bij de belastingen op het onroerend vermogen werd het kadastraal inkomen van tweede verblijven en van verhuurde woningen met 25 % verhoogd.

De sociale zekerheid kreeg extra middelen dankzij de invoering van nieuwe bijdragen en de verhoging van de bestaande bijdragen. De meest in het oog springende maatregel was de in april 1994 ingevoerde bijzondere bijdrage voor de sociale zekerheid. Voor de zelfstandigen werden de bijdragen op het beroepsinkomen verhoogd. Tevens werden heffingen ingevoerd op de sociale uitkeringen, bijvoorbeeld de solidariteitsbijdrage op de pensioenen. In de jaren negentig voerde de federale overheid ook nieuwe specifieke bijdragen in op de premies voor groepsverzekeringen, op bedrijfswagens en op studentencontracten. Het tarief van de werknemersbijdragen, ten slotte, was reeds in juli 1992 met 1 procentpunt verhoogd.

3.3 Belangrijkste maatregelen: de jaren 2010

3.3.1 Overzicht

Door het uitbreken van de financiële crisis en de economische gevolgen daarvan waren de overheidsfinanciën dermate verslechterd dat de Ecofin-Raad eind 2009 tegen België een buitensporigtekortprocedure instelde. De Raad beval toen aan het begrotingstekort in 2012 terug te brengen tot minder dan 3 % via een structurele verbetering met 0,75 % bbp per jaar over de periode 2010-2012. Kort nadien legde ook de afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' van de Hoge Raad van Financiën dat streefcijfer vast en voegde ze er een aanbeveling aan toe om tegen 2015 het begrotingsevenwicht te herstellen. De achtereenvolgende regeringen verbonden zich ertoe hun begrotingen te consolideren, maar de terugkeer naar een evenwicht werd echter uitgesteld.

De in 2011 begonnen periode van begrotingsconsolidatie kan worden uitgesplitst in twee subperiodes waarin het land ook door twee verschillende federale meerderheden werd geregeerd. Zo verbeterde het structureel begrotingssaldo in de jaren 2011-2013 met 1,1 procentpunt bbp, vooral dankzij de toegenomen ontvangsten. In 2014 stakte de begrotingsinspanning als gevolg van de

traditionele verslapping naar aanleiding van de parlementsverkiezingen die ditmaal samenvielen met regionale en Europese verkiezingen. De tweede subperiode is begonnen in 2015 en wordt gekenmerkt door een daling van de primaire uitgaven. De maatregelen met betrekking tot de tweede subperiode moeten nog voor een deel worden uitgewerkt.

Het begrotingsbeleid moet eens te meer worden gezien tegen de ruimere achtergrond van macro-economische, voor de EU in haar geheel vastgelegde doelstellingen: een verhoging van de werkgelegenheidsgraad, een toename van de investeringen in R&D, een verlaging van de druk op het milieu, een verbetering van de onderwijsindicatoren en een vermindering van de armoede en de sociale uitsluiting. Die doelstellingen werden in nationale doelstellingen omgezet en sluiten nauw aan bij de verdere begrotingsconsolidatie. In België gaat die consolidatie tevens gepaard met zware uitdagingen, zoals de noodzaak om de vergrijzing van de bevolking op te vangen en het concurrentievermogen te verscherpen. De federale regeringen brachten structurele pensioenhervormingen tot stand met als doel de kosten van de vergrijzing op lange termijn te verminderen, en ze namen maatregelen om de loonkosten te drukken.

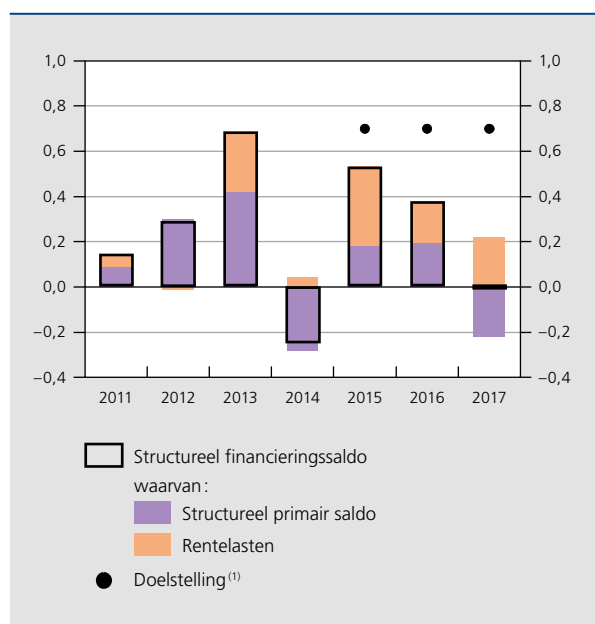
3.3.2 Maatregelen inzake primaire uitgaven

De maatregelen die de in december 2011 aangetreden federale regering goedkeurde, behelsden een strikte beheersing van de werkingsuitgaven, een afremming van de groei van de begroting voor gezondheidszorg, een vermindering van de subsidies aan overheidsbedrijven en een inperking van de fiscale stimuli voor energiebesparende investeringen. Tijdens deze regeerperiode werden ook de voorwaarden voor de toekenning van werkloosheidsuitkeringen aangescherpt en werd de degressiviteit van deze laatste verhoogd.

Een nieuwe besparingsgolf door de in oktober 2014 aangetreden regering zou vanaf 2015 het peil van de primaire uitgaven van de federale overheid en van de sociale zekerheid aanzienlijk beïnvloeden. Die besparingen omvatten onder meer lineaire besnoeiingen in de bezoldigingen, de aankopen van goederen en diensten en de investeringen. Een andere maatregel is de indexsprong die het verloop van de sociale uitkeringen en van de loonsom van de overheidssector sterk zal matigen. Voorts zijn omvangrijke besparingsmaatregelen genomen die een impact hebben op de begroting voor gezondheidszorg – waarvan de reële groeinorm beperkt is tot 1,5% –, alsook op die voor de ziekte- en invaliditeitsuitkeringen; ook het recht op werkloosheidsuitkeringen en tijdskrediet is in verscheidene opzichten beknot.

Ook bij de gemeenschappen en gewesten en de lokale overheid zijn verschillende besparingsmaatregelen goedgekeurd. Ze hebben voornamelijk betrekking op alle mogelijke primaire uitgaven.

GRAFIEK 4 DETERMINANTEN VAN HET VERLOOP VAN BELGIË'S STRUCTUREEL FINANCIERINGSSALDO
(veranderingen ten opzichte van het voorgaande jaar, in procentpunt bbp)



Bronnen: EC, INR, NBB.

(1) Verbetering van het structureel financieringssaldo zoals opgenomen in het stabiliteitsprogramma dat België op 30 april 2015 heeft ingediend bij de EC. Deze verbetering werd aanbevolen door de afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid' van de Hoge Raad van Financiën in haar advies van maart 2015.

3.3.3 Maatregelen inzake ontvangsten

De belangrijkste maatregelen ter bevordering van de ontvangsten hielden zowel verband met de personenbelasting als met de belasting op de vennootschapswinsten, de belastingen op goederen en diensten en de heffingen op de overige inkomens en op het vermogen.

De personenbelasting heeft profijt getrokken van de beëindiging van de forfaitaire vermindering in het Vlaams Gewest (de zogeheten jobkorting), en in de toekomst zullen andere gewestelijke maatregelen die categorie van ontvangsten nog ondersteunen, bijvoorbeeld beperkingen inzake belastingaftrek voor de woonbonus, voornamelijk in het Vlaams Gewest. Ook op federaal niveau zijn verscheidene maatregelen genomen, onder meer met betrekking tot de voordelen in natura zoals bedrijfswagens en woningen die bedrijven gratis ter beschikking stellen van hun werknemers. De intensievere fraudebestrijding kwam ook aan de fiscale en parafiscale inkomsten ten

goede. De heffingen op de inkomens uit arbeid werden tijdens die periode echter gedrukt door andere elementen, zoals de algemene verlagingen van de werkgeversbijdragen aan de sociale zekerheid en de verhoging van de aftrek voor forfaitaire beroepskosten.

De belasting op de vennootschapswinsten werd het sterkst beïnvloed door de wijzigingen in het stelsel van de notionele interestaftrek. In 2012 werd het tarief voor de aftrek eerst beperkt tot 3%; voor de kmo's was dat 3,5%. Nadien werd het referentietarief berekend op basis van het derde kwartaal van het jaar voorafgaand aan de belastbare periode, zodat profijt kon worden getrokken van de renteverlaging in de loop van 2012. Tot slot werd de overdraagbaarheid beperkt, evenals de belastbare grondslag voor de aftrek, vooral voor de banken. Afgezien van de notionele interesten werden nog verschillende voor die ontvangsten gunstige maatregelen genomen. De overheid ondernam actie om de fraude te bestrijden, en verhoogde daarnaast onder meer de belastingen op bedrijfswagens, de belastingen op meerwaarden die de vennootschappen realiseren bij de verkoop van aandelen, de 'fairness tax' en de belastingen op intercommunales. Enkele maatregelen zullen aan het einde van die periode wellicht nog effect sorteren, bijvoorbeeld de 'transparency tax' en een nieuw systeem voor de liquidatiebonus, namelijk een vervroegde inning met betrekking tot de in een speciale liquidatiereserve gestorte winst na belasting van de kmo's.

Inzake de belastingen op goederen en diensten waren de belangrijkste maatregelen gericht op een verhoging van de accijnzen – vooral op tabak maar ook op alcohol en diesel – en van de nucleaire rente. Ook andere belastingen werden opgetrokken – bijvoorbeeld de belastingen op beurstransacties en die op levensverzekeringen – of ingevoerd – bijvoorbeeld de belasting op de kredietinstellingen. De beslissingen in het vlak van de btw, daarentegen, wogen tegen elkaar op. Enerzijds werden de tarieven op elektriciteit en op sommige producten van touroperators verlaagd. Anderzijds wordt voortaan btw geheven op de activiteiten van notarissen, deurwaarders en advocaten, zijn de tarieven voor betaaltelevisie verhoogd en is een btw-heffing op elektronische diensten en plastische chirurgie ingesteld; de btw-ontvangsten gingen tevens naar omhoog als gevolg van de hogere accijnzen.

De ontvangsten namen ook toe dankzij diverse andere maatregelen. Zo werd het tarief van de roerende voorheffing op tal van financiële producten gaandeweg opgetrokken van 15% tot 25% en werd de belasting op spaardeposito's ten laste van de financiële instellingen verhoogd. Ook de vervroegde inning van de anticipatieve heffing op het pensioensparen had een gunstige impact

op die ontvangsten, net als andere tijdelijke maatregelen, onder meer inzake de liquidatiebonus of de fiscale regularisatie, die soms een zeer aanzienlijke impact hadden.

De niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten zullen in 2017 nagenoeg weer hun niveau van 2010 bereiken. Intussen zullen ze evenwel profijt hebben getrokken van de hogere bijdragen van de banken in de vorm van, met name, dividenden, betalingen van waarborgen voor de interbancaire leningen en bijdragen aan het Belgisch afwikkelingsfonds. Enkel de bijdragen aan het Bijzonder Beschermingsfonds voor deposito's zouden in 2017 aanzienlijk groter zijn dan in 2010.

4. Impact van de verschillende instrumenten van het saneringsbeleid

4.1 Algemeen beeld

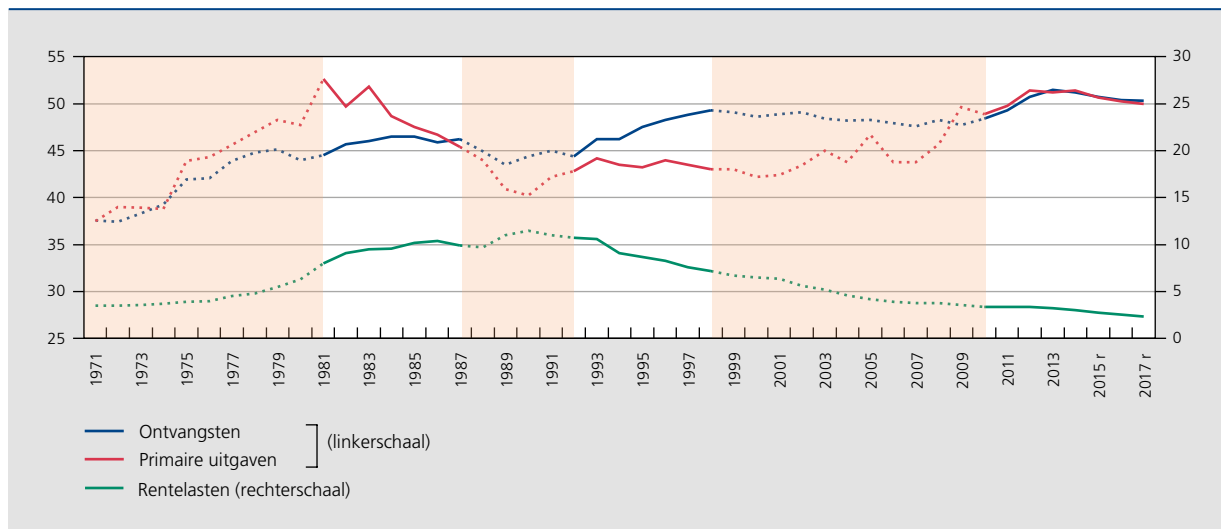
In de drie grote saneringsperiodes van de jaren tachtig, negentig en 2010 werd telkens voor andere instrumenten geopteerd om de begrotingsconsolidatie tot stand te brengen.

In de jaren tachtig drong de overheid haar primaire uitgaven fors terug: tussen 1981 en 1987 namen ze met meer dan 7 procentpunt bbp af. Tijdens dezelfde periode droegen de ontvangsten in lichte mate bij tot het herstel, terwijl de rentelasten verder toenamen onder invloed van de stijging van de schuldgraad.

In de jaren negentig deed zich ongeveer het omgekeerde voor. Het restrictieve begrotingsbeleid was toen vooral gebaseerd op een verhoging van de ontvangsten. Deze laatste namen tussen 1992 en 1998 met 5 procentpunt bbp toe, terwijl de primaire uitgaven zogoed als onveranderd bleven. Dankzij een gezamenlijke daling van de rente en de schuldgraad liepen de rentelasten terzelfder tijd met 3,5 procentpunt terug, waardoor ze het financierings-saldo van de overheid in die periode in hoge mate mee hielpen verbeteren.

De vastgestelde en verwachte ontwikkelingen inzake de aan de gang zijnde begrotingsconsolidatie zijn minder eenduidig. De ontvangsten waren aan het begin van de periode immers het favoriete instrument voor de sanering van de overheidsfinanciën en tussen 2010 en 2014 stegen ze met 3 procentpunt bbp. Tegelijkertijd bleven de primaire uitgaven verder toenemen. De besparingsmaatregelen van de huidige federale regering zouden deze tweevoudige trend echter doen keren, waarbij de klemtoon

GRAFIEK 5 ONTVANGSTEN, PRIMAIRE UITGAVEN EN RENTELASTEN
(in % bbp)



Bronnen: INR, NBB.

voortaan op een vermindering komt te liggen van de uitgaven in combinatie met vrijwel stabiel blijvende ontvangsten. Inzake de rentelasten wordt nog verder winst geboekt dankzij de lage rentestand, zij het weliswaar in een door de toename van de schuld vertraagd tempo.

4.2 Ontvangsten

Wat de ontvangsten betreft, hebben de drie consolidatieperiodes enkele gemeenschappelijke kenmerken. Zo namen de heffingen op de inkomens uit arbeid telkens toe, vooral aan het begin van de periodes, zij het in uiteenlopende mate. Duidelijker nog was dat de belastingen op kapitaal en de inkomsten die ze opleveren, met inbegrip van de vennootschapsbelasting, in de drie beschouwde periodes werden ingezet als voornaamste instrument om de overheidsrekeningen te verbeteren. De ontvangsten uit de belastingen op goederen en diensten, daarentegen, lieten een ander en meer gematigd verloop optekenen, met een daling aan het begin van de jaren tachtig en een – min of meer gestage – stijging tijdens de twee volgende periodes. De niet-fiscale en niet-parafiscale ontvangsten, ten slotte, droegen niet in hoge mate bij tot de consolidatie-inspanningen.

4.2.1 Heffingen op arbeid

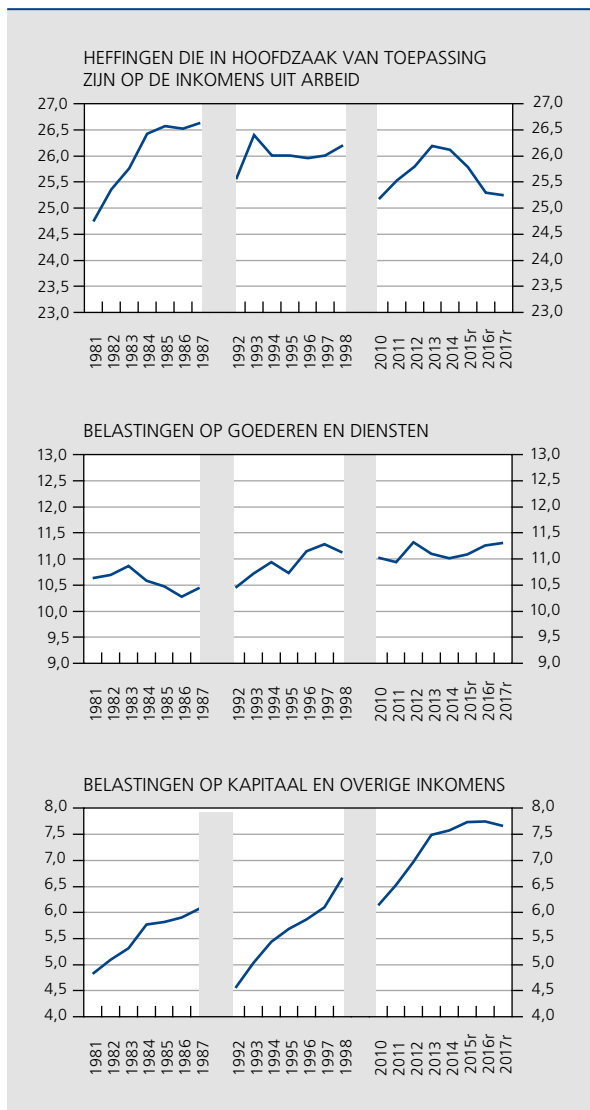
De heffingen op de inkomens uit arbeid bestaan uit de personenbelasting – voornamelijk de bedrijfsvoorheffing, de voorafbetalingen, de inkohieringen en de

opcentiemen – en de sociale bijdragen van zowel werknemers als werkgevers.

Aan het begin van de jaren tachtig ging de stijging van die heffingen gepaard met een inkrimping van het loonaandeel in het bbp. De begrotingsconsolidatie berustte dus, althans gedeeltelijk, op maatregelen die voor deze ontvangsten bevorderlijk zijn. De bewuste maatregelen leidden niet tot een hogere opbrengst van de personenbelasting, die in de jaren tachtig enigszins terugliep ondanks de verhoging van de door de lokale overheid geheven opcentiemen. De sociale bijdragen, daarentegen, namen tussen 1981 en 1987 met 2,5 procentpunt bbp toe dankzij de genomen maatregelen; de meest symbolische daarvan waren de drie indexesprongen. Deze laatste deden de werkgeversbijdragen stijgen, aangezien de opbrengst ervan werd uitgekeerd in de vorm van een loonmatigingsbijdrage. Zoals reeds vermeld, werden ook verschillende bijdragen verhoogd of ingevoerd.

Tijdens de tweede consolidatieperiode deed een opvallende stijging van de heffingen op de inkomens uit arbeid zich voor in 1993, toen ze 0,8 procentpunt van het jaarlijks bbp beliep. Tal van maatregelen droegen tot deze forse toename bij, zoals de opschorting van de indexerings van de meeste belastingschalen, de invoering van de aanvullende crisisbijdrage en, in mindere mate, de beperking van de belastingaftrekken voor langetermijnsparen. Op die manier konden de inkomsten uit de personenbelasting de daaropvolgende jaren op peil worden gehouden, ondanks een forse verslechtering van het loonaandeel in

GRAFIEK 6 FISCAL EN PARAFISCAL ONTVANGSTEN
(in % bbp)



Bronnen : INR, NBB.

het bbp. De sociale bijdragen, daarentegen, waren veel meer neerwaarts gericht, aangezien de verlagingen van de werkgeversbijdragen die bedoeld waren om het concurrentievermogen te vrijwaren en de werkgelegenheid te bevorderen, een groter effect hadden dan de invoering van nieuwe sociale bijdragen, waaronder de bijzondere socialezekerheidsbijdrage.

Tijdens de huidige periode zijn de heffingen op arbeid tussen 2011 en 2013 opnieuw gestegen; vervolgens hebben ze zich kortstondig gestabiliseerd en tegen 2017 wordt ervan uitgegaan dat ze zullen dalen. Deze bewegingen, die de personenbelasting en de sociale bijdragen grotendeels synchroon beïnvloeden, vloeien zowel voort uit

het verloop van het loonaandeel in het bbp als uit reeds uitvoerig besproken maatregelen.

4.2.2 Belastingen op goederen en diensten

De veranderingen ter zake van de belastingen op goederen en diensten – met de btw en de accijnzen als belangrijkste componenten – waren minder uitgesproken. Bovendien droegen ze tijdens de periode 1982-1987 niet bij tot de consolidatie, terwijl ze in de jaren negentig wél een grotere rol speelden. Tijdens de huidige consolidatieperiode zou hun bijdrage licht positief zijn.

In de periode 1982-1987 trokken de belastingen op goederen en diensten in de eerste plaats volop profijt van de invloed van de maatregelen ter verhoging van de btw-tarieven en de accijnzen, met name de compensatie van de Maribel-operatie vanaf juli 1981. Het effect van die verhogingen werd echter tenietgedaan door de daling van de consumptie en van de investeringen in woongebouwen. Nadien werden de tarieven nog verhoogd of werd de grondslag verder verruimd, hoewel in beperkte mate, zodat de inkrimping van het aandeel van de binnenlandse vraag in het bbp tot een daling leidde van de in procenten van het bbp uitgedrukte belastingen op goederen en diensten.

In de jaren 1993-1998 nam het rendement van de belastingen op goederen en diensten duidelijk toe, met in totaal 0,7 procentpunt bbp, en zulks ondanks een verkleining van het aandeel van de particuliere consumptieve bestedingen en van de uitgaven voor woongebouwen. Er werden immers een aantal maatregelen genomen op het gebied van btw, accijnzen en andere indirecte belastingen.

De huidige consolidatie wordt tot dusver gekenmerkt door een grillig verloop van het rendement van de belastingen op goederen en diensten, al is de algemene tendens toch opwaarts gericht. Die ontwikkelingen houden in hoge mate verband met het ongelijkmatig verloop van het aandeel van de belastinggrondslag in het bbp, dat in deze periode echter al met al stabiel is. De licht opwaartse trend wordt verklaard door, onder meer, de maatregelen op het vlak van accijnzen.

4.2.3 Heffingen op kapitaal en op de overige inkomens

De heffingen op kapitaal en op de overige inkomens droegen tijdens de drie beschouwde periodes het sterkst en het meest gelijkmatig bij tot de begrotingsconsolidaties. Die heffingen bestaan uit de belasting op de vennootschapswinsten en uit een ruim geheel van bijdragen, waaronder

voornamelijk de roerende en onroerende voorheffing als ook de registratie-, successie- en schenkingsrechten.

Tijdens de periode 1982-1987 namen die belastingen met 1,3 procentpunt bbp toe als gevolg van de stijging van hun twee hoofdcomponenten. De belasting op de vennootschapswinsten steeg met 0,6 procentpunt bbp dankzij de herwonnen rentabiliteit van de ondernemingen en het effect van diverse maatregelen om de fiscale uitgaven aan het einde van de periode te beperken. Andere maatregelen daarentegen deden dat soort van ontvangsten veeleer inkrimpen; zo waren er de verlaging van de vennootschapsbelasting van 48 % tot 45 % in 1982 en vervolgens tot 43 % in 1987, en verschillende aan het begin van de periode uitgewerkte fiscale stimuli zoals de wetgeving op de coördinatiecentra. De heffingen op de overige inkomens en op kapitaal namen met 0,7 procentpunt bbp toe, deels als gevolg van de verhoging van het tarief van de roerende voorheffing in 1984.

Tijdens de tweede consolidatieperiode was de bijdrage van deze categorie van ontvangsten nog groter, aangezien het aandeel ervan in het bbp tussen 1992 en 1998 steeg van 4,5 % tot 6,7 %. Die forse stijging was vrijwel integraal toe te schrijven aan de belasting op de vennootschapswinsten die met 1,8 procentpunt bbp toenam. Die belasting werd geschraagd door de vergroting van het aandeel van de bedrijfswinsten in het bbp, die deels het gevolg was van de verlaging van de werkgeversbijdragen aan de sociale zekerheid, en door tal van maatregelen, zoals de verhoging, in 1993, van het nominale belastingtarief van 39 % tot 40,17 % als gevolg van de drie opcentiemen op de aanvullende crisisbijdrage en van verschillende maatregelen om de belastinggrondslag te verruimen. Ook de heffingen op de overige inkomens en op het vermogen namen toe, namelijk met 0,3 procentpunt bbp in die periode. Deze lichte stijging was voornamelijk het gevolg van een vermeerdering van de ontvangsten uit onroerende voorheffing, successie- en schenkingsrechten en overige rechten.

Tijdens de huidige consolidatieperiode zouden de heffingen op kapitaal en op de overige inkomens bijdragen ten belope van 1,6 procentpunt bbp. De stijging zou ook dit keer voornamelijk toe te schrijven zijn aan de belasting op de vennootschapswinsten die zou toenemen van 2,5 % bbp in 2010 tot 3,6 % bbp in 2017, dit als gevolg van de beperkingen die zijn aangebracht in het stelsel van de notionele interestaftrek en van de invloed van de andere reeds vermelde maatregelen. Bovendien zijn de vennootschappen sinds de financiële crisis deels overgeschakeld van voorafbetalingen van hun belastingen naar een inning via inkohiering. Die nieuwe werkwijze heeft een tijdelijk negatief effect gehad op de ontvangsten van 2009 en 2010 aangezien de betalingen

via inkohiering op een later tijdstip hebben plaatsgevonden. Ook de heffingen op de overige inkomens en op het vermogen zijn toegenomen dankzij de verschillende reeds vermelde maatregelen, die het rendement tussen 2010 en 2017 wellicht met 0,4 procentpunt bbp zullen opvoeren.

4.3 Primaire uitgaven

De begrotingsconsolidatie in de jaren tachtig betrof in hoge mate de primaire uitgaven. Tijdens die periode werden de bezoldigingen, de investeringen en de overige kapitaaluitgaven aanzienlijk verlaagd. De primaire uitgaven daalden tussen 1981 en 1987 met in totaal meer dan 7 procentpunt bbp. In de daaropvolgende saneringsperiodes, daarentegen, werd blijkbaar minder gebruik gemaakt van de hefboom van de uitgaven. De besparingen op bepaalde posten werden op z'n minst geneutraliseerd door hogere uitgaven in andere categorieën, want tussen 1992 en 1998 bleven de primaire uitgaven stabiel. Wat de huidige consolidatieperiode betreft, zouden ze een lichte toename vertonen.

Hieronder wordt nader ingegaan op enkele belangrijke categorieën, namelijk de sociale uitkeringen, de bezoldigingen en de investeringen.

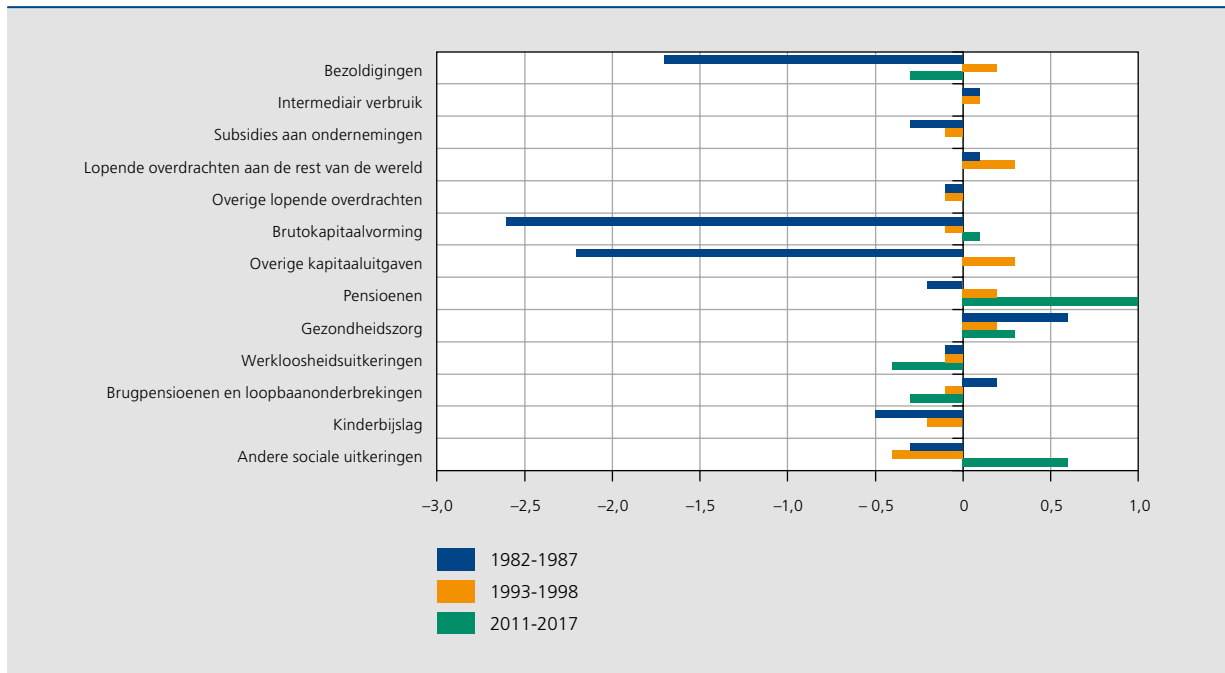
4.3.1 Sociale uitkeringen

In 2014 waren de sociale uitkeringen in België, met 25 % bbp, goed voor de helft van de primaire uitgaven. Dat is 4 procentpunt bbp méér dan in 1980. Dat verschil op zich verklaart de toename van de totale primaire uitgaven tijdens diezelfde periode.

De stijging van de socialezekerheidsuitgaven is toe te schrijven aan, onder meer, de hogere pensioenuitkeringen. Oorzaak van die toename is het groeiend aantal gepensioneerden als gevolg van de steeds duidelijker vergrijzing van de bevolking: zo steeg het aandeel van de 65-plussers in de bevolking van 14 % in 1980 tot 18 % in 2014. In de jaren tachtig werd het bedrag van de pensioenuitkeringen evenwel losgekoppeld van het verloop van de oudere bevolking. Dat had vooral te maken met de opeenvolgende indexsprongen tijdens de eerste periode van begrotingsconsolidatie. Tijdens de meest recente consolidatieperiode had echter een inhaalbeweging plaats dankzij de aan de pensioenen toegekende bedragen van de welzijnsenveloppe.

De vergrijzing van de bevolking had, naast andere factoren, eveneens een opwaartse invloed op de uitgaven voor gezondheidszorg. Het budget voor gezondheidszorg zou zijn verruimd van 4,1 % bbp in 1980 tot 7 % in 2017. Er zijn echter nogmaals gewezen op het matigende effect van de drievoudige indexsprong en op de daaruit voortvloeiende

GRAFIEK 7 **PRIMAIRE UITGAVEN TIJDENS DE PERIODES VAN BEGROTINGSSANERING**
 (veranderingen, in procentpunt bbp)

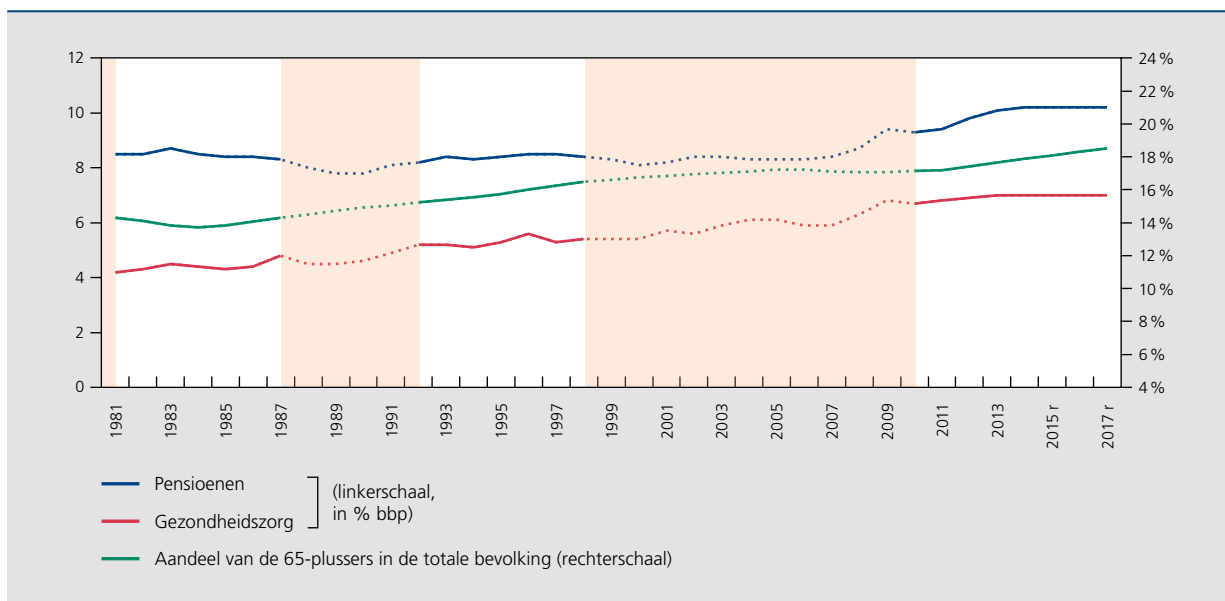


Bronnen: INR, NBB.

tijdelijke bevrozing van de lonen vanaf 1984. Vooral buiten de periodes van begrotingsconsolidatie blijken de uitgaven voor gezondheidszorg trouwens te zijn toegenomen.

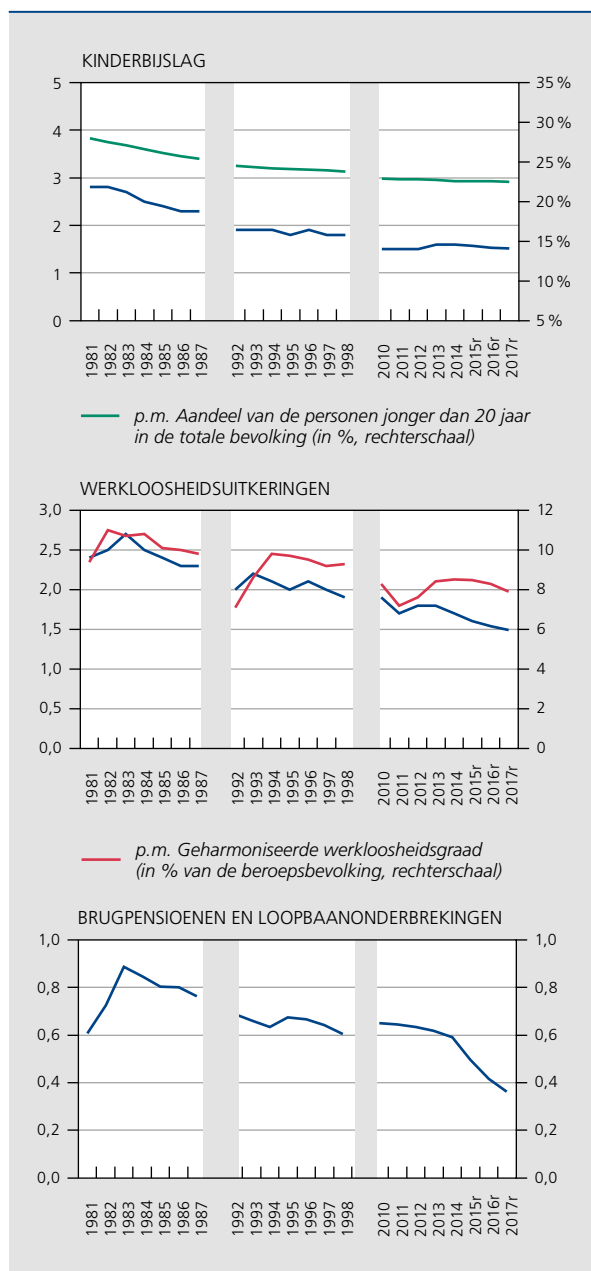
Over de hele periode sinds 1980 en vooral tijdens de saneringsperiodes nam het gewicht van de andere sociale uitkeringen af. Vanwege de indexsprongen was dat het

GRAFIEK 8 **SOCIALE UITKERINGEN EN VERGRIJZING VAN DE BEVOLKING**



Bronnen: FPB, INR, NBB.

GRAFIEK 9 KINDERBIJSLAG, WERKLOOSHEIDSUITKERINGEN EN UITKERINGEN VOOR BRUGPENSIOENEN EN LOOPBAANONDERBREKINGEN
(in % bbp, tenzij anders vermeld)



Bronnen: INR, NBB.

meest uitgesproken tijdens de eerste aanpassingsperiode. Deze uitkeringen vertonen doorgaans een dalende tendens, die af en toe wordt onderbroken door min of meer opvallende cyclische veranderingen. Die bewegingen hebben vooral te maken met demografische en conjuncturele factoren, bovenop de impact van de beleidsmaatregelen om de uitgaven te matigen.

Algemeen beschouwd, heeft de demografie de uitgaven voor kinderbijslag verlicht. Door de daling van het geboortecijfer slinkt het aantal kinderen in de bevolking: op dit ogenblik is 23 % van de bevolking jonger dan 20 jaar tegen 28 % in 1980. In de jaren tachtig daalden de voor deze uitkeringen toegekende budgetten sterker dan het aantal begunstigen. Dat ecart houdt verband met de verschillende indexsprongen en met specifieke beperkende maatregelen die in de jaren tachtig werden genomen. Een andere verklaring is het feit dat de gezinnen steeds kleiner worden in een systeem waar het bedrag van de kinderbijslag toeneemt met het aantal kinderen. De verlenging, in 1983, van de leerplicht tot 18 jaar had dan weer een opwaarts effect op de uitgaven voor kinderbijslag. Tijdens de huidige periode zou de kinderbijslag vrij stabiel blijven ten opzichte van het bbp.

De werkloosheidsuitkeringen maken vandaag nog slechts een klein gedeelte uit van de socialezekerheidsuitgaven. De omvang ervan is conjunctuurgebonden en schommelt aanzienlijk van jaar tot jaar. Over de volledige periode wordt toch een dalende tendens vastgesteld als gevolg van de teruggang van de werkloosheidsgraad en van de beperkende maatregelen die ook een impact hebben op de bedragen en de toekenningsvoorwaarden van die uitkeringen.

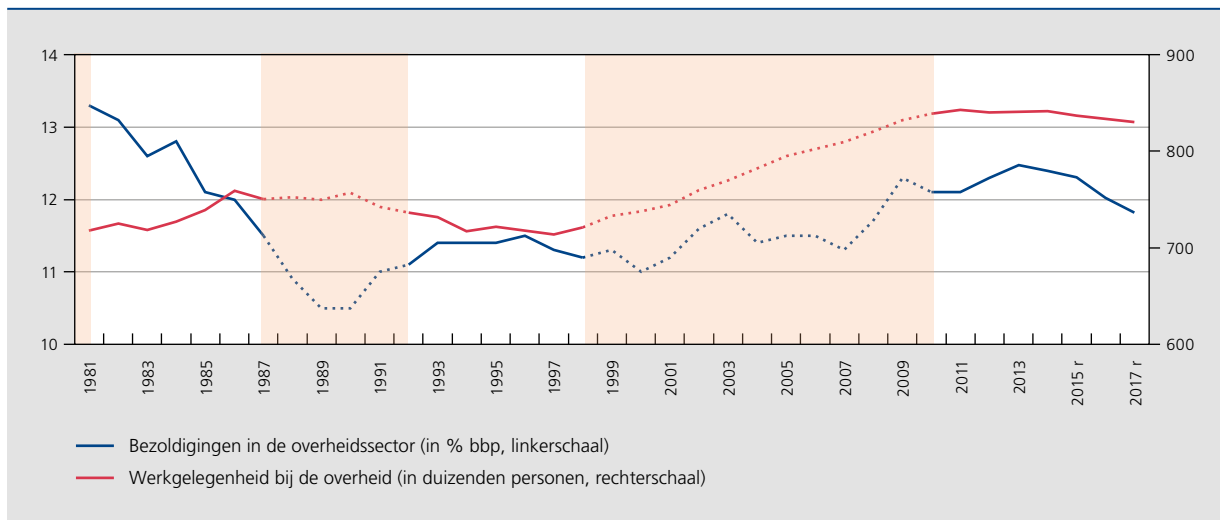
De ziekte- en invaliditeitsuitkeringen, van hun kant, vertonen een grilliger verloop. Na een significante daling als gevolg van zowel structurele effecten (toegenomen vrouwelijking en relatieve toename van de bedienden ten opzichte van de arbeiders) als beperkende maatregelen, zou het bedrag van de uitkeringen in 2017 opnieuw oplopen tot het niveau van het begin van de jaren tachtig, namelijk 1,7 % bbp.

Ook het budget voor brugpensioenen en loopbaanonderbrekingen is de afgelopen dertig jaar gekrompen: nadat het in 1983 een hoogtepunt van 0,9 % bbp bereikte, zou het in 2017 teruglopen tot 0,6 % bbp. Dit verloop getuigt, enerzijds, van de wil om werknemers zolang mogelijk aan de slag te houden en, anderzijds, van de beperkende maatregelen in het vlak van de brugpensioenen sinds, vooral, de jaren negentig, en recentelijk ook inzake het tijdskrediet. Over de periode 1982-1987 nam het gewicht van beide categorieën sociale uitkeringen nog toe want in 1985 werd het systeem van de loopbaanonderbrekingen ingevoerd en aan het begin van de periode werden de brugpensioenen gestimuleerd in het kader van een herverdeling van het werk ten voordele van de jongeren.

4.3.2 Bezoldigingen

De bezoldigingen van de werknemers in overheidsdienst lieten in de periode 1982-1987 een duidelijke daling

GRAFIEK 10 BEZOLDIGINGEN EN WERKGELEGENHEID IN DE OVERHEIDSSECTOR



Bronnen: INR, NBB.

optekenen. Tijdens de periode 1993-1998 namen ze enigszins toe. In de huidige periode zijn ze eerst nog ietwat gestegen en vervolgens zette een daling in die naar verwachting tot 2017 zal aanhouden.

In de loop van de eerste aanpassingsperiode liepen de bezoldigingen terug ondanks een toename van de werkgelegenheid bij de overheid. Dat heeft te maken met het matigende effect van de bevrozing van de reële lonen, gevolgd door de drie indexsprongen. Ook het aanmoedigen van deeltijdwerk kan hebben bijgedragen aan de toename van de werkgelegenheid gemeten in aantal personen. Tijdens de tweede consolidatieperiode stegen de bezoldigingen als gevolg van de algemene herziening van de barema's die aan het begin van de jaren negentig werd opgestart en over meerdere jaren gespreid was. Daartegenover daalde de werkgelegenheid in de overheidssector onder invloed van het restrictief begrotingsbeleid. Tijdens die periode werden pensioneringen minder vaak gecompenseerd door indienstnemingen. Het arbeidsvolume daalde overigens doordat deeltijds werken aangemoedigd werd. Daarbij kwam nog de afschaffing van de militaire dienstplicht in 1994, waardoor op korte tijd duizenden dienstplichtigen verdwenen uit de statistieken van de werkgelegenheid in overheidsdienst. Tijdens de laatste periode is de werkgelegenheid bij de overheid er – vooral op federaal niveau – licht op achteruitgegaan, wat het verloop van de bezoldigingen mee heeft gematigd. In 2015 en de daaropvolgende jaren zal dat wellicht nog meer het geval zijn als gevolg van de indexsprong en de andere besparingsmaatregelen van de federale regering, de gewest- en gemeenschapsregeringen en de lokale overheid.

4.3.3 Overheidsinvesteringen

In verhouding tot het bbp zijn de overheidsinvesteringen over de volledige beschouwde periode duidelijk gedaald. Na een piek van 5 % bbp in 1980 waren ze in 2014 nog slechts goed voor 2 % bbp. Die teruggang deed zich vooral voor tijdens de begrotingsconsolidatie van de jaren tachtig. Investeringen zijn uitgaven die in tijden van sanering relatief gemakkelijk kunnen worden afgeschafd. Sinds het einde van de jaren tachtig schommelt het investeringsniveau tussen 2 en 2,5 % bbp, een zeer laag niveau waarop moeilijk nog extra kan worden bespaard.

4.4 Overheidsschuld

Tijdens de verschillende saneringsperiodes werden ook maatregelen genomen die een rechtstreekse impact hadden op de overheidsschuld, zonder daarom het financieringsaldo van de overheid te beïnvloeden. Factoren die wél de schuld maar niet het financieringsaldo beïnvloeden, worden 'exogene' factoren genoemd.

Tijdens de saneringsperiode van de jaren negentig nam de overheid verschillende maatregelen om de schuldgraad te reduceren in het licht van de toetreding tot de monetaire unie. Zo besloot de overheid een aantal overheidsbedrijven te privatiseren ten bedrage van in totaal 2,6 % bbp. Op federaal niveau ging het met name om de (al dan niet gedeeltelijke) privatisering van sommige voorheen 'openbare kredietinstellingen' (de ASLK in 1993 en 1997, het Nationaal Instituut voor Landbouwkrediet in 1995

en 1996 en de Nationale Maatschappij voor Krediet aan de Nijverheid in 1995), de gedeeltelijke privatisering van Belgacom in 1996 en de privatisering van een deel van de portefeuille van de Nationale Investeringsmaatschappij in 1994. Het Vlaams Gewest verkocht in 1997 participaties in de GIMV. De lokale overheid, van haar kant, deed datzelfde jaar een deel van haar deelname in het Gemeentekrediet van de hand. De federale overheid besloot bovendien ook minder deposito's aan te houden waardoor minder geld moest geleend worden door de Schatkist. Tijdens de periode 1993-1998 daalden de uitstaande deposito's met 2,6 % bbp. In 1996 en 1998 realiseerde de Bank overigens aanzienlijke meerwaarden naar aanleiding van de verkoop van goud tegen vreemde valuta's. Die meerwaarden werden aan de Staat gestort en grotendeels aangewend voor de terugbetaling van de deviezenschuld. Die transacties verlichtten de overheidsschuld met respectievelijk 2,5 en 1 % bbp in 1996 en 1998.

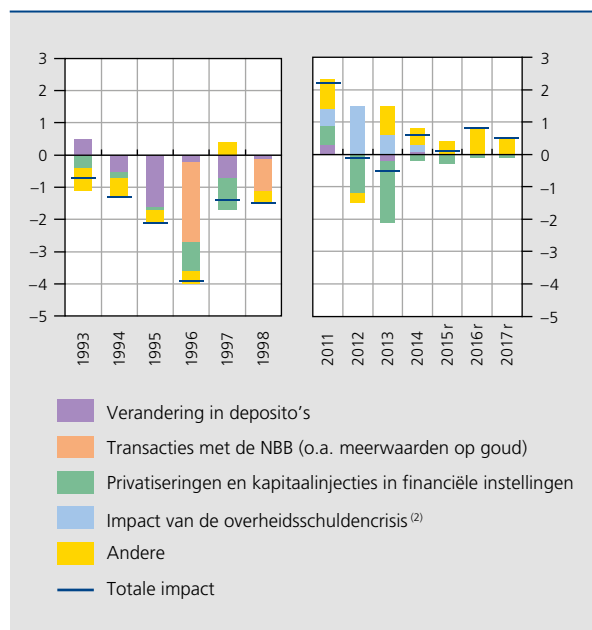
Tijdens de saneringsperiode van de jaren 2010 waren de exogene factoren voornamelijk het resultaat van, enerzijds, de nasleep van de financiële crisis en, anderzijds, de overheidsschuldencrisis in Europa. De meeste kapitaalinjecties in financiële instellingen vonden weliswaar plaats in 2008 en 2009. In 2011 kocht de federale overheid

Dexia Bank België (nadien omgedoopt tot Belfius) van Dexia voor 1,1 % bbp⁽¹⁾. Vanaf 2012 kon de overheid een deel van het kapitaal waarmee ze in volle crisis financiële instellingen had ondersteund, recupereren. Zo betaalde KBC in 2012 de federale overheid een bedrag van 1 % bbp terug; het Vlaams Gewest kreeg in 2013 van KBC een bedrag van 0,4 % bbp terugbetaald; in 2014 en de daaropvolgende jaren was dat 0,1 % bbp. In 2013 verkocht de federale overheid overigens ook haar belang in BNP Paribas Fortis (0,8 % bbp) en het leeuwendeel van haar belang in Royal Park Investments (0,2 % bbp). De Europese overheidsschuldencrisis sorteerde in de periode 2011-2014 een opwaarts effect op de schuld. De steunverlening aan Griekenland, via bilaterale leningen, en die aan het trio Griekenland, Ierland en Portugal via leningen aan de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS) tussen 2011 en 2014, enerzijds, en de kapitaalbreng in het ESM sinds 2012, anderzijds, deden de schuld in die periode met in totaal 2,8 % bbp toenemen.

5. Gevolgen van het saneringsbeleid

5.1 Impact op de overheidsschuld

GRAFIEK 11 IMPACT VAN DE EXOGENE FACTOREN OP DE OVERHEIDSSCHULD⁽¹⁾
(in % bbp)



Bronnen: INR, NBB.

- (1) Bij gebrek aan gedetailleerde gegevens wordt de saneringsperiode van de jaren tachtig hier buiten beschouwing gelaten.
(2) Rechtstreekse impact van de leningen aan andere landen van het eurogebied (bilaterale leningen aan Griekenland en leningen via de EFFS) en van de kapitaalinjecties in het ESM.

Op het eerste gezicht lijkt het saneringsbeleid, wat het terugdringen van de Belgische overheidsschuld betreft, enkel vruchten te hebben afgeworpen tijdens de saneringsperiode van de jaren negentig. Tussen 1992 en 1998 daalde de schuld immers van 130,8 % bbp tot 118,6 % bbp, terwijl ze tussen 1981 en 1987, ondanks zware saneringsinspanningen, duidelijk bleef stijgen, van 87,1 % bbp tot 125,5 % bbp en ze, volgens de verwachtingen, tussen 2010 en 2017 zal oplopen van 99,5 % bbp tot 106,8 % bbp.

De analyse van de exogene en endogene factoren geeft nochtans een meer genuanceerd beeld van het verloop van de overheidsschuld.

In de jaren tachtig werd de overheidsschuld voornamelijk opgedreven door endogene factoren. De impact van de endogene verandering wordt bepaald door, enerzijds, het verschil tussen de impliciete rente op de schuld en de nominale groei van het bbp en, anderzijds, de omvang van het primair saldo. In de beschouwde periode lag de impliciete rente op de schuld, die gemiddeld 10 % bedroeg, aanzienlijk hoger dan de nominale groei van het bbp, die

(1) In het kader van de overheidsrekeningen 2014, die door het INR op 17 april 2015 werden gepubliceerd, werd 0,2 % bbp van dat bedrag geregistreerd als een kapitaaloverdracht met een rechtstreekse negatieve impact op het financieringssaldo van de overheid. De kapitaalinjectie in de restbank Dexia in 2012, ten belope van 0,8 % bbp, werd niet tot de exogene factoren gerekend, maar werd geregistreerd als een kapitaaloverdracht.

gemiddeld 6 % beliep, terwijl het primair saldo van de overheid negatief was. Vanwege de hoge rentelasten nam de overheidsschuld – via het begrotingssaldo – dan ook sneller toe dan het nominaal bbp, met een stijging van de schuldgraad tot gevolg.

Om een dergelijk rentesnieuwbaleffect te stoppen, is – de exogene factoren buiten beschouwing gelaten – een positief primair saldo vereist. Het was echter pas omstreeks het midden van de jaren negentig dat de overheid erin slaagde voldoende hoge primaire overschotten te boeken om het effect van de rentesnieuwbal te neutraliseren en het endogene traject van de overheidsschuld neerwaarts om te buigen. Dat werd voor de overheid enigszins vergemakkelijkt door de dalende impliciete rente op de overheidsschuld waardoor, gelet op de groei van de economische bedrijvigheid, het voor de stabilisering van de schuld vereist primair overschot terugliep. De exogene factoren droegen in die periode overigens bij tot de verlaging van de schuldgraad.

In de huidige saneringsperiode, behalve bij de aanvang ervan, is het nominaal bbp slechts in beperkte mate toegenomen. Derhalve is, ondanks een historisch lage impliciete rente op de overheidsschuld, een gering primair overschot vereist om de schuldgraad te stabiliseren. Mede door de

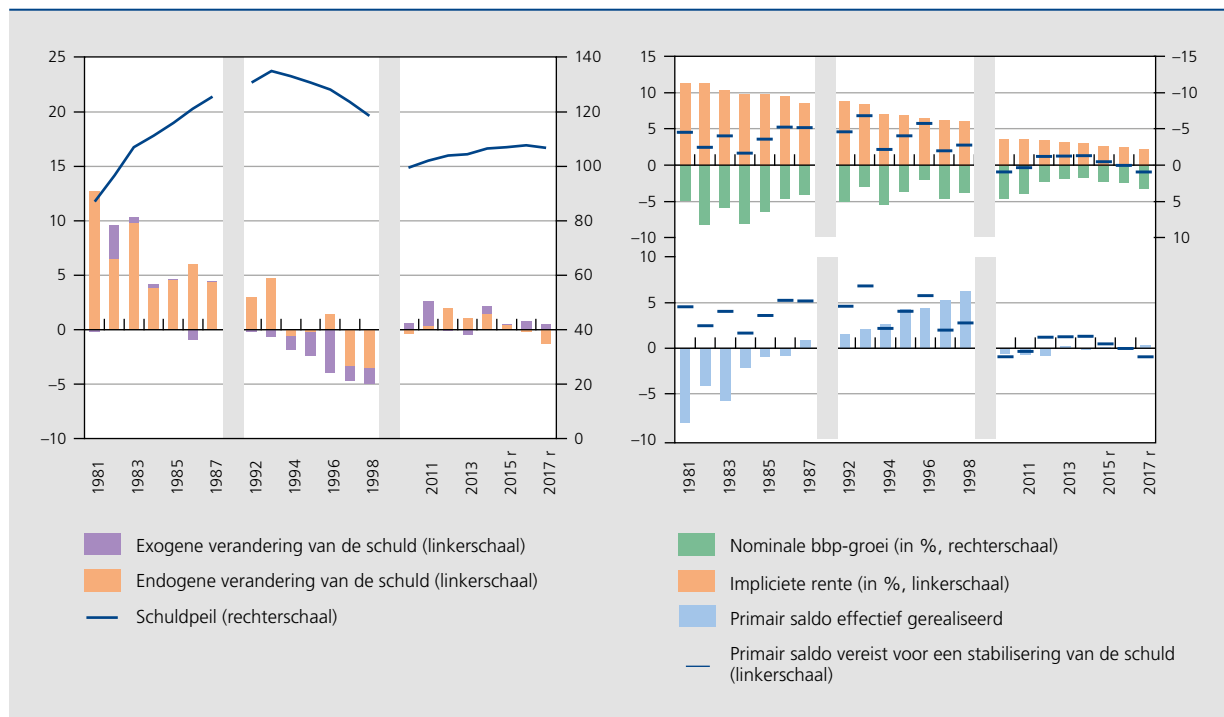
zwakke conjunctuur is het gevoerde saneringsbeleid ontoereikend gebleken om het primair saldo te verbeteren tot het voor de stabilisering van de schuldgraad vereiste niveau. De exogene veranderingen naar aanleiding van de financiële en overheidsschuldencrisis hebben de schuldgraad opnieuw doen stijgen. Een stabilisering dankzij een opleving van de economische bedrijvigheid wordt pas verwacht in 2017.

5.2 Impact op de rendementsverschillen voor overheidsleningen

Sinds het begin van de jaren tachtig zijn de lange-termijnrendementen op overheidsleningen wereldwijd aanzienlijk gedaald. In België daalden ze van ongeveer 12 % in 1980 tot 0,4 % in april 2015. Die daling kan weliswaar voor een deel worden toegeschreven aan de sanering van de Belgische overheidsfinanciën, maar ook andere factoren hebben een belangrijke rol gespeeld. Om te beginnen is er de zogeheten Great Moderation, die verwijst naar een periode van toegenomen macro-economische stabiliteit, die duurde van het einde van de jaren tachtig tot 2006 en die werd gekenmerkt door een daling van de inflatie, een positieve en relatief stabiele economische groei en de overtuiging dat de economische cycli beter beheerst

GRAFIEK 12 DETERMINANTEN VAN HET VERLOOP VAN DE OVERHEIDSSCHULD

(in % bbp, tenzij anders vermeld)



Bronnen: INR, NBB.

konden worden. Voorts kwam aan het einde van de jaren negentig een mondiaal spaaroverschot tot stand. Na de financiële en economische crisis, ten slotte, werd de rente gedrukt door de invoering van niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen, de verzwakking van de potentiële groei en de vlucht naar veilige waarden. Hierbij valt wel op te merken dat tijdens de overheidsschuldencrisis, die in de loop van 2011 verscherpte, de rente op de Belgische overheidsschuld tijdelijk opveerde.

Het verloop van de rendementsverschillen van de langetermijn overheidsleningen van de eurolanden ten opzichte van de Duitse Bund maakt het mogelijk de invloed van de mondiale factoren grotendeels te neutraliseren. Bij het analyseren van die verschillen hebben de nationale begrotingsindicatoren steeds een rol gespeeld, net zoals, onder meer, de liquiditeit van de verschillende markten en externe indicatoren zoals de handelsbalans en het saldo op de lopende rekening.

Tijdens de in dit artikel bestudeerde saneringsperiodes werd het verschil in rendement tussen de langlopende leningen van de Belgische Staat en de Duitse Bund telkens duidelijk kleiner. De timing van die verkleining verschilde echter van de ene periode tot de andere. Zo begon het ecart tijdens de saneringsperiode 1982-1987 pas flink af te nemen aan het einde van de periode. In 1993-1998 begonnen de rendementsverschillen reeds omstreeks het midden van de periode duidelijk te verkleinen als gevolg van de convergentie van de rendementen op overheidsobligaties in de aanloop naar de start van de derde fase van de Economische en Monetaire Unie. Tijdens de huidige consolidatieperiode, ten slotte, werd het ecart eerst

groter als gevolg van de overheidsschuldencrisis, van ongeveer 50 basispunten begin 2010 naar een piek van bijna 300 basispunten eind 2011. Vanaf begin 2012 volgde dan een snelle daling. Derhalve is het rendementsverschil begin dit jaar verkleind tot ongeveer 20 basispunten. Een en ander lijkt erop te wijzen dat het saneringsbeleid de verkleining van de rendementsecarts in de hand heeft gewerkt.

Conclusie

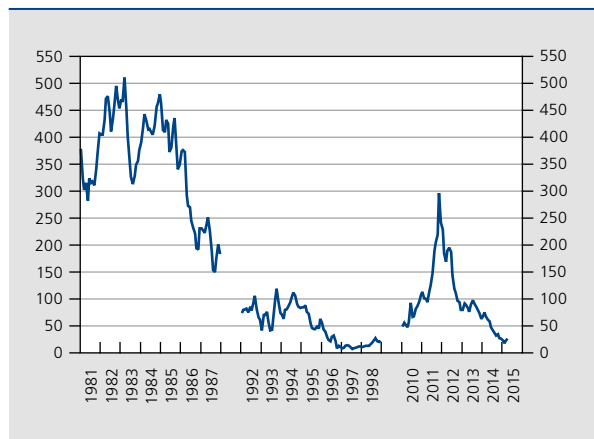
Dit artikel is een analyse van het saneringsbeleid van de Belgische overheidsfinanciën sinds het begin van de jaren tachtig. Op basis van het verloop van het structureel financieringssaldo worden drie consolidatieperiodes onderscheiden.

De eerste periode begon in 1982 en eindigde in 1987; initieel werd ze gekenmerkt door een recessie en grote onevenwichten in de Belgische economie, waaronder een omvangrijk financieringstekort van de overheid. De rigoureuze sanering die toen plaatsvond, was gebaseerd op een aanzienlijke vermindering van de uitgaven en een beperkte toename van de ontvangsten. Ook de tweede periode, die liep van 1993 tot 1998, begon met een recessie. De consolidatie die tijdens deze periode plaatshad, verliep vooral via een verhoging van de ontvangsten, maar ook via een vermindering van de rentelasten die tevens gestimuleerd werd door een beleid gericht op de verlaging van de schuldgraad. De derde saneringsperiode, die in 2011 begon, volgde op de financiële en economische crisis. Tijdens deze consolidatieperiode werden aanvankelijk de ontvangsten verhoogd, maar vanaf 2015 ligt de klemtoon op het terugdringen van de uitgaven. Voorts zijn de rentelasten blijven teruglopen onder impuls van de daling van de rentevoeten.

Uit de analyse van het sinds het begin van de jaren tachtig gevoerde saneringsbeleid blijkt dat de begrotingsconsolidaties steeds aanvingen in periodes van laagconjunctuur. Ze zijn ook steeds gepaard gegaan met structurele hervormingen. Zo werd het concurrentievermogen hersteld en werd de werkgelegenheid gestimuleerd. Daarnaast werd ook aandacht besteed aan de betaalbaarheid van de sociale bescherming, meer bepaald via pensioenhervormingen.

Wat de huidige consolidatieperiode betreft, mag worden gesteld dat er weliswaar een zware saneringsinspanning wordt geleverd, maar dat die toch relatief beperkt blijft in vergelijking met die tijdens de twee vorige saneringsperiodes. De huidige begrotingsconsolidatie heeft evenwel in moeilijker omstandigheden plaats, gelet op de zwakkere potentiële groei, de zware fiscale en parafiscale druk,

GRAFIEK 13 RENDEMENTSVERSCHIL VAN DE BELGISCHE STAATSLENINGEN OP LANGE TERMIJN T.O.V. DE DUITSE BUND TIJDENS SANERINGSPERIODES (in basispunten)



Bronnen: IMF, Thomson Reuters Datastream.

het laag niveau van de overheidsinvesteringen en de oplopende vergrijzingskosten. Tot slot zij opgemerkt dat, in het kader van de aan de gang zijnde begrotingsconsolidatie, nog extra maatregelen moeten worden genomen om opnieuw een structureel begrotingsevenwicht te bereiken.

Bibliografie

- Adnet B. (2002), 'La sécurité sociale au service de l'assainissement des finances publiques et de l'emploi' in de Callataÿ et al., *Het einde van het budgettair tekort*, Belgisch Instituut voor Openbare Financiën.
- Arcq E. (1993), 'Du pacte social au plan global', *Courrier hebdomadaire du CRISP*, 1420-1421.
- Bisciari P., W. Melyn en L. Van Meensel (2014), 'Vooruitzichten inzake de financiën van de gemeenschappen en de gewesten', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-25.
- Boeckx J., N. Cordemans en M. Dossche (2013), 'Oorzaken en implicaties van een lage risicoloze rente', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 65-92.
- Coene L. en G. Langenus (2013), 'Belgium: promoting fiscal discipline in a federal system' in Kopitz G., *Restoring public debt sustainability*, Oxford University Press.
- Decoster A., M. Gérard en Ch. Valenduc (2002), 'Recettes publiques et politique fiscale' in de Callataÿ et al., *Het einde van het budgettair tekort*, Belgisch Instituut voor Openbare Financiën.
- Dehaene J.L. (2012), *Memoires*, Uitgeverij Van Halewyck.
- De Ryck L. (2002), 'De methodologie' in de Callataÿ et al., *Het einde van het budgettair tekort*, Belgisch Instituut voor Openbare Financiën.
- Descamps E. en E. Michel (2002), 'Finances publiques et emploi' in de Callataÿ et al., *Het einde van het budgettair tekort*, Belgisch Instituut voor Openbare Financiën.
- Dury D. en L. Van Meensel (2008), 'Nut en doelmatigheid van begrotingsregels en onafhankelijke begrotingsinstellingen', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 71-87.
- EC (2014), *Public finances in EMU*.
- Festjens M.J. (1993), 'De ontwikkeling van de Sociale Zekerheid tijdens de periode 1980-1990', in Frank M. et al., *Geschiedenis van de openbare financiën in België, de periode 1980-1990*, Belgisch Instituut voor Openbare Financiën.
- FOD Financiën (1996), '*Het nieuwe Convergenceplan van België*', 19 december.
- Gérard M. en Ch. Valenduc (1993), 'Les recettes fiscales au cours des années 80', in Frank M. et al., *Geschiedenis van de openbare financiën in België, de periode 1980-1990*, Belgisch Instituut voor Openbare Financiën.
- Heylen F., A. Hoebeeck en T. Buyse (2013), 'Government efficiency, institutions, and the effects of fiscal consolidation on public debt', *European Journal of Political Economy*, 31, 40-59.
- Hoge Raad van Financiën, *Jaarverslagen*, Afdeling 'Financieringsbehoeften van de overheid'.
- NBB, *Jaarverslag*, jaargangen 1981 tot 2014.
- Nautet M. en L. Van Meensel (2011), 'Economische impact van de overheidsschuld', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-20.
- Piron D. (2013), 'Le cadre institutionnel de l'assainissement des finances publiques en Belgique', *Documentatieblad van de FOD Financiën*, 73^e jaargang, nr. 3, 3^e kwartaal, 139-180.

Reynders P. (2002), 'Primaire uitgaven in de jaren negentig' in de Callataÿ et al., *Het einde van het budgettaire tekort*, Belgisch Instituut voor Openbare Financiën.

Vanneste J. en W. Moesen (1993), 'De ombuigingen in de gemeentefinanciën 1980-1990', in Frank M. et al., *Geschiedenis van de openbare financiën in België, de periode 1980-1990*, Belgisch Instituut voor Openbare Financiën.

Van Rompuy V. (1993), 'Inleiding', in Frank M. et al., *Geschiedenis van de openbare financiën in België, de periode 1980-1990*, Belgisch Instituut voor Openbare Financiën.

Deflatie in Japan, Abenomics en lessen voor het eurogebied

J. Boeckx
P. Butzen
N. Cordemans
S. Ide

Inleiding

Zeven jaar na de wereldwijde financiële crisis, die begon met de subprime crisis en het faillissement van Lehman Brothers in de Verenigde Staten, kampt de economie van het eurogebied blijkbaar nog steeds met de gevolgen ervan. Op een diepe recessie volgde een slechts matige opleving en door de overheidsschuldencrisis belandde het eurogebied zelfs in een tweede recessie. De laatste tijd heeft het herstel niet echt kunnen doorzetten. De groeicijfers bleven teleurstellend en konden geenszins de vergelijking met die van vóór de crisis doorstaan, zodat werd gesuggereerd dat de economie zo goed als stagneerde. Bovendien worden nu reeds enkele jaren lage en, meer recentelijk, soms zelfs negatieve inflatiecijfers opgetekend.

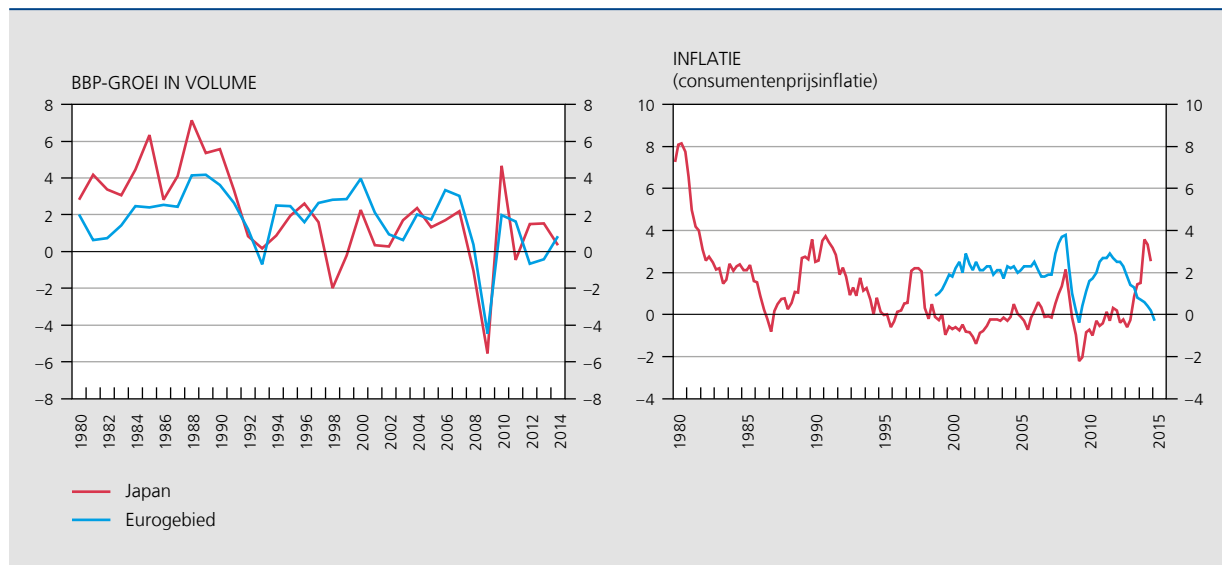
Deze combinatie van economische stagnatie en lage inflatie/deflatie typeren reeds lang de Japanse economie. Het land tekende in de jaren tachtig een krachtige macro-economische expansie op. De financiële crisis aan het begin van de jaren negentig leidde vervolgens een lange periode van aanhoudend trage groei in, de zogenoemde 'lost decade'. Tevens raakte deflatie vanaf het einde van de jaren negentig stevig verankerd. Japan kwam weliswaar niet in het doemscenario van een deflatoire spiraal terecht, waarvoor in de literatuur wordt gewaarschuwd, maar het beleid slaagde er evenmin in de economische groei en de inflatie te verhogen. Sinds 2013 tracht de regering van premier Shinzo Abe deze situatie echter definitief te beëindigen door middel van een omvangrijk en solide programma, het zogeheten 'Abenomics'-beleid.

Dit artikel heeft als uitgangspunt de opgetekende gelijknissen tussen de huidige situatie in het eurogebied en die sinds twee decennia in Japan. Ongerekend de specifieke kenmerken van iedere economie en de financiële crisis die elk van hen heeft doorgemaakt, wordt nagegaan wat de lessen zijn die voor het eurogebied kunnen worden getrokken uit de beleidsaanpak in Japan.

Het artikel begint met een overzicht van de Japanse economie tussen 1990 en 2013, met de klemtoon op drie thema's: het uiteenspatten van de bubbel in de activaprijzen en het uitbreken van een langdurige balansrecessie, vervolgens de Japanse deflatie en de rol van het monetair beleid en, ten slotte, de overgang van Japan naar een nieuw macro-economisch 'evenwicht' met een lagere inflatie, maar opnieuw een economische groei rond het potentiële niveau (weliswaar lager dan in 1990, maar dan vooral vanwege demografische ontwikkelingen). Het bereiken van een nieuw 'evenwicht' doet denken in de richting van beperkte deflatiegebonden kosten. Het nieuwe 'evenwicht' heeft echter een aantal weinig aantrekkelijke kenmerken, vooral het verlies van het rente-instrument om, bij een nulrente, de economie te stabiliseren. Teneinde opnieuw een evenwicht met positieve inflatie en een hoger groeipotentieel te bereiken, werd in 2013 het Abenomics-beleid gestart. In het tweede hoofdstuk wordt dat beleid besproken. Tot slot worden uit de Japanse ervaring enkele lessen getrokken voor het eurogebied vandaag. Hoewel een periode van lage inflatie voor het eurogebied potentieel schadelijker is dan voor Japan, hebben de verschillende beleidsmaatregelen sinds de crisis het risico ter zake verkleind. Toch moet er worden

GRAFIEK 1 ECONOMISCHE GROEI EN INFLATIE IN JAPAN EN IN HET EUROGEBIED

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



Bronnen: OESO, EC, Thomson Reuters Datastream.

op toegezien dat de beleidsmix optimaal is, wat betekent dat een gepast vraagbeleid moet worden gevoerd en dat voldoende inspanningen moeten worden geleverd in het vlak van structurele hervormingen.

1. De Japanse economie tussen 1990 en 2013

1.1 Een balansrecessie en problemen in de financiële sector

In deze paragraaf wordt de aanloop beschreven naar de financiële crisis aan het begin van de jaren negentig, de balansrecessie die daarop volgde en de wijze waarop de Azië-crisis de Japanse autoriteiten dwong de problemen in de banksector ten volle te erkennen en aan te pakken.

In de tweede helft van de jaren tachtig maakte de Japanse economie een ongebreidelde expansie door. Een – zichzelf in de hand werkende – interactie tussen een zeer gunstig macro-economisch klimaat, stijgende activaprijzen en een buitensporige kredietverlening droeg bij tot de opbouw van financiële onevenwichten. Dit laatste kan niet los worden gezien van een expansieve monetaire beleidsoriëntatie en een geleidelijke liberalisering van de binnenlandse kapitaalmarkten. Nadat in 1985 in het Plaza-akkoord was overeengekomen de Japanse yen te laten appreciëren zodat het overschot op de lopende

rekening meer aanvaardbare proporties zou aannemen, besloot de Japanse centrale bank immers de beleidsrente fors te verlagen om de negatieve effecten van een duurere valuta te compenseren en de binnenlandse vraag aan te wakkeren. Voorts waren de Japanse bedrijven zich, vanwege de liberalisering van de kapitaalmarkten tijdens de jaren tachtig, in toenemende mate beginnen te financieren via bedrijfsobligaties ten koste van bankleningen. In hun zoektocht naar een alternatieve aanwending van hun middelen, verhoogden de banken hun exposure op de huizenmarkt. Dit zorgde voor extra concurrentie op de markt voor hypothecaire leningen die tot dan toe grotendeels in handen was van de *jusen*⁽¹⁾. Naarmate de concurrentie op de markt voor woonkredieten verscherpte, boorden de *jusen* andere segmenten van de vastgoedmarkt aan, bijvoorbeeld leningen aan projectontwikkelaars en bouwondernemingen, met de waarde van het vastgoed als onderpand.

Vanaf mei 1989 trok de Bank of Japan de rentetarieven enkele malen op teneinde de economie af te koelen; het ministerie van Financiën deed in 1990 een aanbeveling aan de financiële sector om de kredietverlening aan de vastgoedsector te beteugelen. Beide beleidsacties droegen bij tot een aanzienlijke correctie van de aandelen- en vastgoedprijzen.

(1) Dat waren dochterondernemingen van de banken die in de jaren zeventig waren opgericht en hoofdzakelijk woonkredieten hadden verstrekt om het verwerven van een eigen woning te ondersteunen.

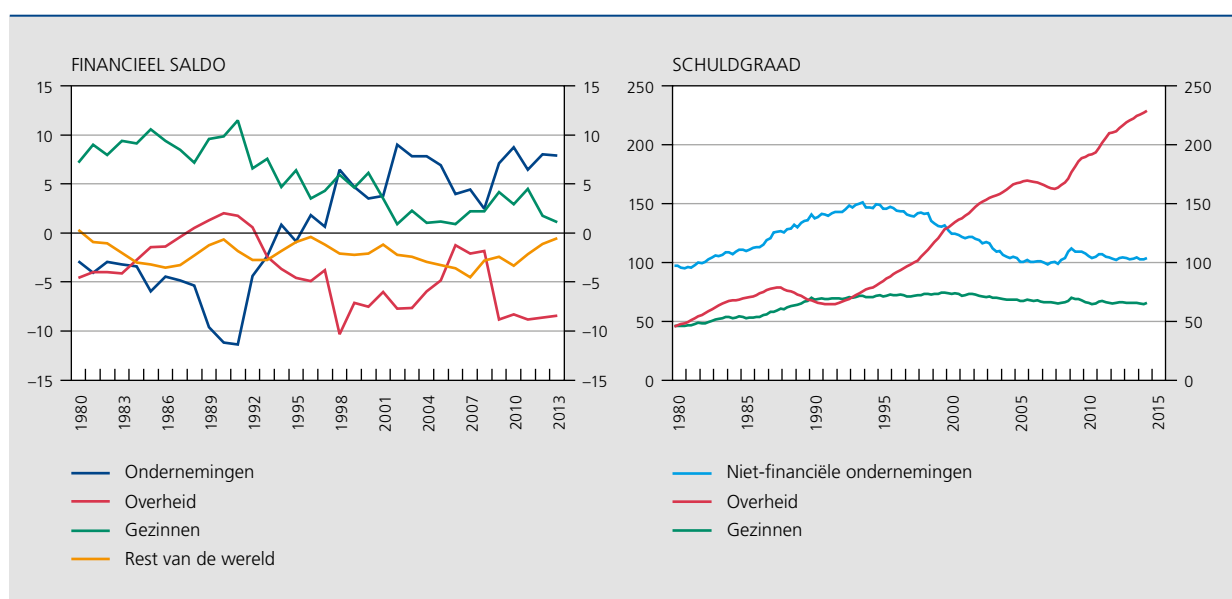
Recessies die volgen op een periode van forse schuldopbouw en uitzonderlijke stijging van de activaprijzen hebben meestal een zware financiële en reële impact; ze zijn ook langer voelbaar dan gewone recessies. Reinhart en Rogoff (2014) vestigen er de aandacht op dat een balansrecessie langer duurt en omvangrijker is. De grote uitdaging voor de beleidsmakers bestaat erin de kenmerken van een balansrecessie in real time op te sporen en er adequaat op te reageren. Met name Koo (2009, 2013) beschrijft dat ook de Japanse beleidsmakers enige tijd nodig hadden om de juiste diagnose te stellen en een gepast beleid uit te tekenen. Een verkeerde beleidsaanpak kan het herstel fnuiken en zorgen voor een langdurige periode van trage groei en lage inflatie.

De grafiek met de financiële saldi in Japan toont voor de jaren tachtig een overschot bij de huishoudens. Dat overschot wordt grotendeels aangewend om het tekort bij de ondernemingen te financieren. Na de crisis aan het begin van de jaren negentig realiseren ook de bedrijven een financieel overschot. De gezamenlijke Japanse private sector wordt aldus een nettospaarder. Wordt de buitenlandse positie buiten beschouwing gelaten, dan is de overheid de enige sector die dat spaaroverschot kan absorberen. Het zijn vooral de niet-financiële ondernemingen die in de jaren tachtig hun schuld sterk hadden laten oplopen, vaak met vastgoed als onderpand. Ook de schuldgraad van de huishoudens steeg, zij het in mindere mate. In de periode na de crisis werd schuldaufbouw bij de bedrijven, eerder

dan nieuwe investeringen, prioritair voor het herstel van hun balansen. Pas in 2005 kwam er aan dat proces een einde en stabiliseerde de bedrijfsschuld zich, maar de ondernemingen bleven nettospaarders waardoor ze aanzienlijke liquiditeitsposities opbouwden. Voor het verdere herstel van de Japanse economie blijft het cruciaal dat deze sector ontspaart; het Abenomics-beleid (zie hoofdstuk 2) moet daarbij een cruciale rol spelen in het verhogen van de verwachte winstgevendheid (Kang, 2014). De aldus toegenomen investeringsuitgaven verminderen de druk op de overheid als motor van de economische groei.

Bouwt de private sector als geheel zijn schuld af, dan is er een belangrijke rol weggelegd voor een expansief budgettair beleid om te voorkomen dat een recessie lang blijft aanslepen of verergert. Bij ontstentenis van een voldoende stimulerend budgettair beleid kan een recessie zelfs omslaan in een depressie, zoals dat in de jaren dertig het geval was in de Verenigde Staten. Uiteraard is de houdbaarheid van de overheidsschuld daarbij een belangrijke beperking. De euroschuldencrisis heeft eens te meer op pijnlijke wijze duidelijk gemaakt dat het daarbij in eerste instantie gaat om de houdbaarheid zoals die door de financiële markten wordt ingeschat. Inmiddels krijgt de economie reeds 22 jaar budgettaire stimulus van de Japanse overheid. Overheidstekorten zijn derhalve een structureel gegeven waarbij de overheidsuitgaven, uitgedrukt in procenten van het bbp, continu zijn toegenomen, terwijl de inkomsten sinds 1990 vrijwel

GRAFIEK 2 JAPAN: FINANCIËEL SALDO EN SCHULDGRAAD PER SECTOR
(in % bbp)



Bronnen: Bank of Japan, BIB, Thomson Reuters Datastream.

ongewijzigd zijn gebleven. De Japanse overheidsschuld-ratio is ondertussen gestegen tot ongeveer 230 % bbp, na twee decennia van trage groei, aanhoudende deflatie en overheidstekorten. In paragraaf 2.2 wordt nader ingegaan op de houdbaarheid van de Japanse overheidsschuld.

In de Verenigde Staten – die in 2008 eveneens door een balansrecessie werden getroffen – voerde de overheid een zeer stimulerend budgettaire beleid om de vraaguitval van de private sector te compenseren. Nadien werd die expansieve beleidsoriëntatie geleidelijk afgebouwd, naarmate de private sector opnieuw bijdroeg tot de economische groei. Dat beleid zorgde in eerste instantie voor een sterke stijging van de Amerikaanse overheidsschuld, maar die stabiliseerde zich zodra het economisch herstel krachtiger werd. In het eurogebied werden dankzij een gecoördineerd optreden, via het European Economic Recovery Plan, bij het uitbreken van de financiële crisis budgettaire stimuleringsmaatregelen uitgewerkt. Het ontstaan van de overheidsschuldencrisis in Griekenland en de verspreiding ervan naar andere kwetsbare lidstaten van het eurogebied, waarbij die hun toegang tot de kapitaalmarkten kwijtspeelden en er financiële hulpprogramma's moesten worden opgezet, maakte een snelle consolidatie in deze landen echter noodzakelijk.

Behalve door budgettaire stimuli kan de economische groei ook worden ondersteund door de buitenlandse vraag. Heeft de crisis echter een mondiale dimensie zoals de recente financiële crisis, dan is die mogelijkheid, behalve via een verbetering van het concurrentievermogen, beperkt. De doeltreffendheid van het monetair beleid wordt dan weer gehinderd door een afgenomen rentelast van de vraag naar krediet: ook bij een (zeer) lage (reële) rente zullen private sectoren met een te hoge schuldenlast geen nieuwe leningen aangaan, maar voorrang blijven geven aan schuldafbouw, wat door de lagere rente uiteraard wordt vergemakkelijkt. Bij een balansrecessie ontbreekt vooral de kredietvraag, eerder dan het kredietaanbod. Toch kan het monetair beleid vaak een belangrijke rol spelen om eventuele beperkingen op het aanbod van (bank-)krediet weg te nemen door aan de banken de liquiditeiten te verschaffen die ze elders niet vinden. De centrale bank neemt met andere woorden haar rol van lender of last resort op en dijk de effecten in die de financiële crisis op de banken uitoefent. Daarnaast kan een expansief monetair beleid het schuldafbouwproces voor de niet-financiële sectoren faciliteren door middel van een vraagondersteunend beleid.

De vorming en het uiteenspatten van een zeepbel op de vastgoed- en aandelenmarkt hebben vrijwel steeds ernstige gevolgen voor de banksector. In de eerste helft van de jaren negentig hadden in Japan zowel de toezichthouder

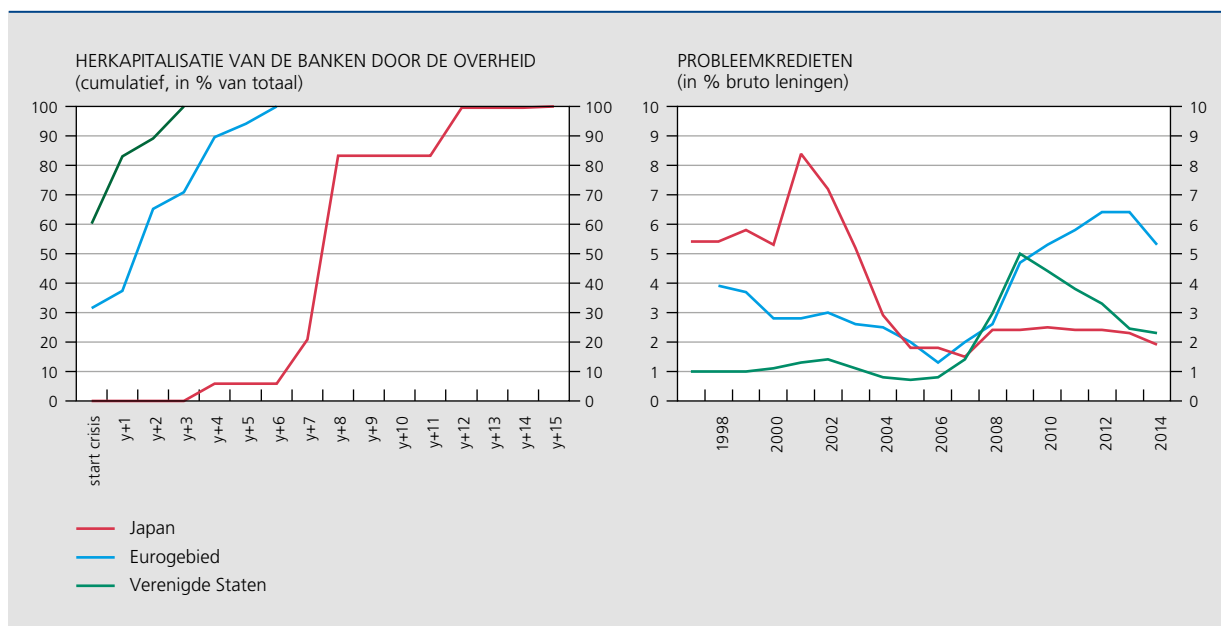
als de banken de omvang van de problemen onjuist ingeschat (Hoshi en Kashyap, 2014). De Azië-crisis in 1997 triggerde evenwel een systemische bankcrisis en dwong uiteindelijk zowel de banken als de overheid ingrijpend op te treden. Het erkennen van probleemkredieten, een herkapitalisatie door de overheid, het hertekenen en het effectief afdwingen van de regelgeving, inclusief een efficiënt ontwikkelingskader, zorgden mee voor het oplossen van de bancaire systeemcrisis. De aanslepende problemen in de banksector hebben echter ontegensprekelijk een ne-fast effect gesorteerd op de reële economie en zodoende de economische stagnatie in de hand gewerkt.

De periode 1991-1996 werd gekenmerkt door nalatigheid ('forbearance') en ontkenning van de problemen. Nelson en Tanaka (2014) geven daar drie redenen voor. Om te beginnen, werd het uitstaande bedrag aan probleemkredieten onderschat. Het waren de banken zelf die de probleemkredieten aan de toezichthouder rapporteerden; ze baseerden zich daarbij op een zeer enge definitie van probleemkredieten en op waarderingsregels die waren afgeleid van historische verliezen en wanbetalingen. Voorts werd de macro-economische impact van de financiële crisis onderschat. Zowel de banksector als de toezichthouder ging ervan uit dat de economie snel opnieuw zou aantrekken, waardoor de omvang van de probleemkredieten verwaarloosbaar zou worden. Ten slotte beschouwden Nelson en Tanaka het regelgevend kader als inadequaaf om snel te kunnen herkapitaliseren of niet-solvabele banken af te wikkelen.

In een dergelijk klimaat bleven de Japanse banken de uitstaande leningen aan bedrijven hernieuwen. Zo nam de kredietverlening aan de bouw- en vastgoedsector tot 1998 verder toe. Het erkennen van verliezen uitstellen door aan bedrijven, die in feite insolvent zijn, leningen te blijven verstrekken waarvan de rentelast – dankzij het soepel rentebeleid van de Bank of Japan – inmiddels zeer draaglijk was geworden, wordt vaak aangeduid als 'ever-greening' en 'zombie lending' (Cabellero et al., 2008). Dat proces werd trouwens in de hand gewerkt door een hoge graad van cross-shareholdings tussen de banken onderling en relationship-based shareholdings (in 2003 gemiddeld 40 %) tussen bedrijven en banken (IMF, 2003). Al met al werkte dit de persistent trage economische groei aanzienlijk in de hand vermits de financiering van meer rendabele bedrijven of projecten er minder kansen door kreeg.

De Azië-crisis veroorzaakte in 1997 een systemische bankcrisis doordat enkele belangrijke financiële instellingen over de kop gingen en de interbancaire markt opdroogde. In de daaropvolgende jaren werden banken door de overheid geherkapitaliseerd en werd een beleid

GRAFIEK 3 OVERHEIDSHERKAPITALISATIE EN PROBLEEMKREDIETEN



Bronnen: Eurostat, Bank of Japan, US Treasury, Wereldbank, Thomson Reuters Datastream, eigen berekeningen.

uitgestippeld om de probleemkredieten aan te pakken, bijvoorbeeld een ruimere erkenning ervan door middel van een grondige ‘asset review’ en het verplicht aanleggen van voorzieningen tegen eventuele verliezen. Het duurde evenwel nog tot 2001 vooraleer een omvattende strategie werd uitgezet (Matsubayashi, 2015). Twee belangrijke elementen van die strategie waren: ten eerste het verplichten van de banken om de probleemkredieten binnen de drie jaar ofwel te verkopen, ofwel het verlies ervan te erkennen, ofwel de terugbetaling voor de rechtbank te eisen, wat vaak het faillissement van de kredietnemer tot gevolg had; ten tweede het verkopen van de overgebleven probleemkredieten aan de Resolution and Collection Corporation (RCC). De RCC was in handen van de Deposit Insurance Corporation (100% overheid) en was niet alleen gemachtigd de probleemkredieten over te kopen, maar ook de kredietnemers – vaak bouw- en vastgoedbedrijven – te herstructureren.

Grafiek 3 toont de late reactie van de Japanse bankentoezichthouder- en regelgever, die op de reële economie een nefaste invloed had. Na een eerder beperkte herkapitalisatie van de jusen in 1995, duurde het tot 1998-1999 vooraleer de banken met overheidsgeld geherkapitaliseerd werden. Dit laatste is evenwel vaak noodzakelijk om het vertrouwen in de banksector te herstellen en hem in staat te stellen zijn intermediatierol opnieuw volop te spelen. In 2001 bereikten de probleemkredieten een piek doordat de toezichthouder dwong ze te erkennen.

De verplichting om ze vervolgens af te wikkelen, wierp uiteindelijk vruchten af en vanaf 2004 stabiliseerden de probleemkredieten zich op aanvaardbare niveaus.

In schril contrast met de weinig doortastende aanpak in Japan staat de snelheid waarmee de Amerikaanse overheid de banksector herkapitaliseerde en de probleemkredieten werden afgebouwd. Vooral de stresstests in het kader van SCAP (Supervisory Capital Assessment Program) in het voorjaar van 2009 speelden daarbij een doorslaggevende rol. Dankzij die snelle beleidsreactie kon de banksector zijn intermediatierol relatief snel opnieuw opnemen. In het eurogebied verliepen de herkapitalisaties door de lidstaten geleidelijker dan in de Verenigde Staten, maar wel doortastender dan in Japan. Een cruciale ronde vond plaats naar aanleiding van het Comprehensive Assessment van de bankbalansen, een alomvattende beoordeling die voorafging aan de start van het Single Supervisory Mechanism. Het is pas sinds 2013 dat het aandeel van de probleemkredieten in de totale kredietportefeuille van de banken in het eurogebied slinkt.

1.2 Desinflatie en deflatie

De oververhitting van de Japanse economie en de forse stijging van de activaprijzen aan het einde van de jaren tachtig gingen niet gepaard met een sterk olopende inflatie. Die situatie bracht de Bank of Japan er trouwens

toe na het ontstaan van de zeepbel een hele tijd een expansief monetair beleid aan te houden en haar discontovoet pas in mei 1989 te beginnen verhogen, de eerste beleidsrenteverhoging in bijna negen jaar.

Na het uiteenspatten van de zeepbel begon in Japan aan het begin van de jaren negentig een periode van geleidelijke desinflatie. Halverwege het decennium – in 1995 op basis van de bbp-deflator en in 1999 op basis van de consumptieprijsindex – veranderde de desinflatie in een gematigde deflatie. Behalve in 2008, toen de wereldprijzen voor energie en levensmiddelen sterk stegen, is de inflatie in Japan pas sedert eind 2013 opnieuw positief geworden.

1.2.1 Determinanten van de lage inflatie: negatieve output gap en daling van de inflatieverwachtingen

Om de factoren te bestuderen die schuilgaan achter de lange periode van deflatie in Japan, is het nuttig te refereren aan het theoretisch analysekader van een forward-looking nieuw-Keynesiaanse Phillipscurve (zie Galí, 2008). Die specificatie van de Phillipscurve is momenteel wijdverspreid in de monetaire theorie en lijkt, voor Japan, empirisch een betrouwbare beschrijving van de prijsdynamiek op het geaggregeerde niveau aan te reiken (zie Sanchez, 2006 of Muto, 2006). De standaard forward-looking

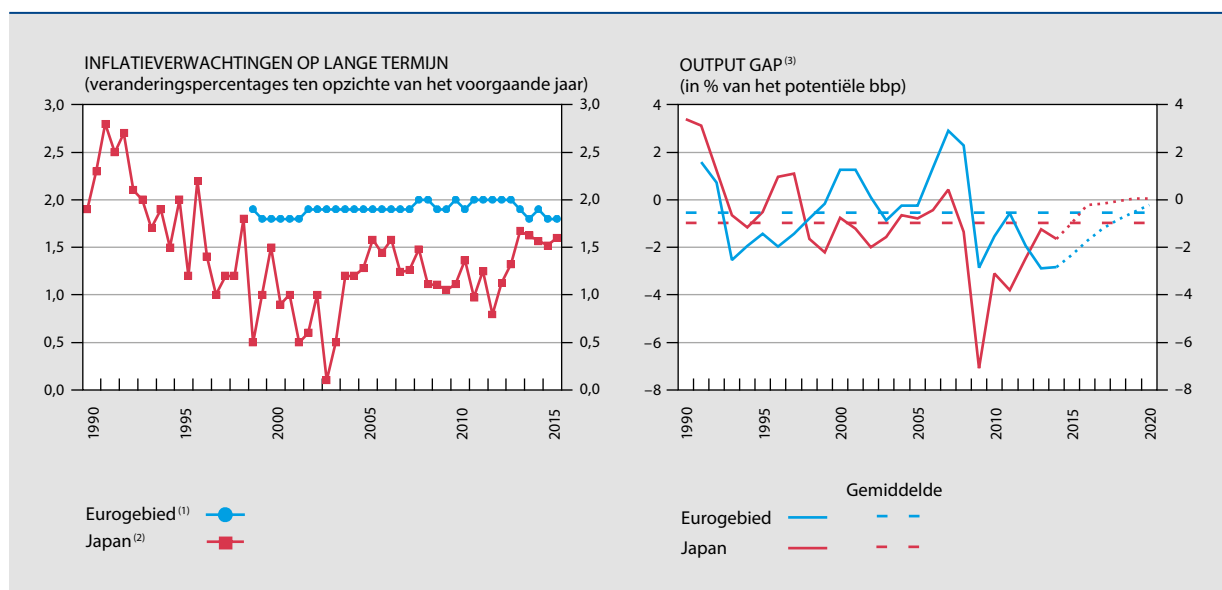
nieuw-Keynesiaanse Phillipscurve postuleert dat de huidige inflatie (π_t) afhangt van de inflatieverwachtingen ($E_t\pi_{t+1}$), van de reële marginale kosten benaderd door de output gap (Gap_t) en van een aantal andere factoren zoals externe prijsschokken (u_t):

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \alpha Gap_t + u_t$$

Deze relatie berust op de idee dat de huidige inflatie grotendeels wordt bepaald door het prijszettingsgedrag van de ondernemingen, dat op zijn beurt afhangt van de inflatie die zij voorzien op basis van hun verwachtingen inzake vraag en toekomstige kosten, en van hun huidige marginale kosten, waar met name de lonen deel van uitmaken. De reële marginale kosten, van hun kant, zijn afhankelijk van de positie in de conjunctuurcyclus, die op haar beurt wordt weerspiegeld door het verschil tussen de reële en de potentiële productie. Hoe hoger de inflatieverwachtingen, hoe hoger de inflatie vandaag. Zo geldt ook dat hoe groter de reële productie is ten opzichte van de potentiële productie, hoe meer de marginale kosten neigen toe te nemen.

De inflatieverwachtingen op lange termijn – over een horizon van zes tot tien jaar – namen voor Japan geleidelijk af tussen het begin van de jaren negentig en de eerste helft van de jaren 2000. Nadat die verwachtingen in april 2003 een absoluut bodempeil van bijna 0% hadden

GRAFIEK 4 OORZAKEN VAN DE DESINFLATIE EN DEFLATIE IN JAPAN



Bronnen: Consensus Economics, Thomson Reuters Datastream, IMF, ECB.

(1) Inflatieverwachtingen over vijf jaar, afgeleid uit de Survey of Professional Forecasters (SPF) van de ECB.

(2) Inflatieverwachtingen over een horizon van zes tot tien jaar, gepubliceerd door Consensus Economics.

(3) Projecties vanaf 2015.

bereikt, maakten ze hun daling evenwel deels ongedaan en handhaafden ze zich vervolgens binnen een marge van 0,8 tot 1,7%. Zoals verderop wordt toegelicht, moeten de oorzaken van de trendmatige daling van de inflatieverwachtingen in Japan gedurende de jaren negentig vooral worden gezocht op het terrein van het monetair beleid. Er zij opgemerkt dat, in tegenstelling tot wat voor Japan wordt vastgesteld, de inflatieverwachtingen in het eurogebied sinds 1999 uiterst stabiel zijn en binnen een smalle vork van 1,8% en 2% schommelen.

Net als de inflatieverwachtingen nam de output gap begin jaren negentig fors af. Halverwege het decennium liet hij negatieve cijfers optekenen en sindsdien is hij overwegend negatief gebleven. Hoewel geen consensus lijkt te bestaan over de oorzaken van deze ontwikkelingen, worden twee specifieke factoren naar voren geschoven. De eerste factor houdt eenvoudigweg in dat Japan bij herhaling door negatieve vraagschokken werd getroffen: het uiteenspatten van de zeepbel van de activaprijzen begin jaren negentig, de financiële crisis in Japan en de Aziatische valutacrisis van 1997, de internetzeepbel in de Verenigde Staten begin jaren 2000, en de grote recessie in 2008.

De tweede factor is de daling van de reële evenwichtsrente die gepaard ging met de inkrimping van de bevolking op arbeidsleeftijd (Ikeda en Saito, 2012) en met de afname van de potentiële groei (Watanabe, 2012, in Nishizaki et al., 2014). Die daling van de evenwichtsrente zou de centrale bank belet hebben een monetair beleid te voeren dat voldoende accommoderend was om de productie rond haar potentiële niveau te stabiliseren. Beperkt door de nulgrens van de nominale rente, kan de centrale bank de beleidsrentes immers niet onbeperkt verlagen tot een peil dat voldoende onder de reële evenwichtsrente ligt om de economische bedrijvigheid te ondersteunen. Haar stimuleringskracht wordt bovendien des te meer beperkt daar de inflatieverwachtingen en de inflatie teruglopen – zie hierboven –, waardoor de effectieve reële rente stijgt. Mogelijkerwijs kan een deflatorisch verschijnsel zichzelf derhalve in stand houden en een deflatorische spiraal op gang brengen.

In dat opzicht ondervond de Bank of Japan merkwaardig genoeg moeilijkheden om een voldoende expansieve koers te varen voor de vijfjaars reële rentetarieven, die doorgaans als relevant worden beschouwd voor de consumptie- en investeringsbeslissingen. In vergelijking met de monetaire stimulering die de Europese Centrale Bank of de Federal Reserve tegen de achtergrond van de grote recessie verschaften, blijkt de monetaire stimulering door de Bank of Japan sedert de helft van de jaren negentig in feite relatief gematigd te zijn, en dat in weerwil van vergelijkbare, of zelfs lagere nominale rentetarieven.

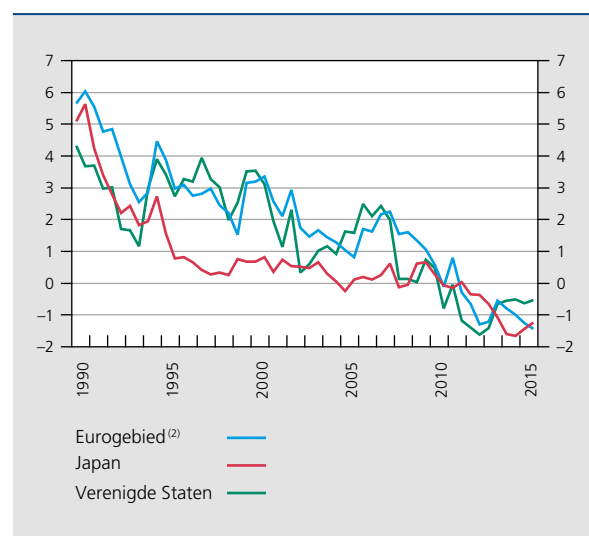
Andere factoren die nog bijdroegen tot de desinflatie en, vervolgens, tot de deflatie in Japan sinds het begin van de jaren negentig zijn de afbouw van de douanebarrières die de concurrentiedruk op de markten van de Japanse goederen en diensten deed toenemen (Kamada en Hirakata, 2002), de goedkope invoer uit opkomende Aziatische economieën zoals China, de appreciatie van de yen ten opzichte van de andere valuta's en van de dollar in het bijzonder (Ito en Mishkin, 2006).

1.2.2 Rol van het monetair beleid

Volgens de beroemde uitspraak van Milton Friedman is 'inflatie altijd en overal een monetair verschijnsel', en is het verloop van het prijspeil op middellange en lange termijn aldus nauw verbonden met de monetairbeleidsvoering. Deflatie zou derhalve hoofdzakelijk voortvloeien uit een inadequaat monetair beleid. Meer in het bijzonder kan de daling van de inflatieverwachtingen die eraan ten grondslag ligt, uit theoretisch oogpunt worden toegeschreven aan een verlaging van de inflatiedoelstelling door de centrale bank, of aan een gebrek aan geloofwaardigheid van die doelstelling (Nishizaki et al., 2014).

In het geval van Japan, waar de inflatiedoelstelling pas zeer recentelijk werd ingevoerd, hebben de daling van de inflatieverwachtingen op lange termijn en de aanhoudende deflatie die eraan verbonden is kennelijk vooral te maken met het feit dat de Bank of Japan de deflatie

GRAFIEK 5 VIJFJAARS REËLE RENTE⁽¹⁾



Bronnen: Consensus Economics, Thomson Reuters Datastream.

(1) Nominale rentetarieven gedeïndeerd aan de hand van de gemiddelde inflatieverwachtingen over de periode.

(2) Gegevens voor Duitsland vóór 1999. Gemiddelde van de rendementen van de vijf belangrijkste landen van het eurogebied met een AAA-rating op 30 juni 2013 (Duitsland, Finland, Frankrijk, Nederland en Oostenrijk) vanaf 1999.

onvoldoende doortastend en geloofwaardig bestreed. Dat gebrek aan vertrouwen zou voortvloeien uit haar interpretatie van prijsstabiliteit, haar communicatiestrategie en haar monetairbeleidsvoering. Het feit dat de Bank of Japan aan het einde van de jaren negentig onafhankelijkheid werd verleend, zou bovendien een relatief conservatieve houding in de hand hebben gewerkt.

Geen definitie van prijsstabiliteit

Midden en eind jaren negentig betoonde de Bank of Japan zich kritisch over de verschillende beschikbare prijsindices en bleef ze enigszins in het vage over haar manier om de prijsstabiliteit te meten en te interpreteren. Ondanks de vele oproepen in die zin vanuit de politieke en academische wereld (Ito en Mishkin, 2006), wilde de Japanse centrale bank lange tijd niets weten van een inflatiedoelstelling, die nochtans een sleutelrol speelt in de verankering van de inflatieverwachtingen.

In mei 1994 verklaarde gouverneur Mieno bijvoorbeeld *'dat het geen aanbeveling verdiende zich op één prijsindex in het bijzonder te concentreren'*; in 2000 definieerde gouverneur Hayami prijsstabiliteit als *'een inflatoire noch deflatoire situatie'* vanuit de overtuiging dat het ongepast is om er een getalswaarde aan toe te kennen (Nishizaki et al., 2014). In maart 2001 kondigde de Bank of Japan uiteindelijk aan dat ze de consumptieprijsindex, ongerekened verse levensmiddelen, in aanmerking nam om de prijsstabiliteit te waarden, en dat ze een accommoderend monetair beleid zou voeren tot de jaar-op-jaar toename van die index *'zich op een peil hoger dan nul stabiliseert'* (Ito, 2004). Nadere gegevens werden echter niet verstrekt. In 2006 gaf de Bank of Japan uiteindelijk aan dat ze de prijsstabiliteit op middellange en lange termijn voortaan zou interpreteren als een stijging van de consumptieprijsindex (CPI) tussen 0 en 2 %, met de mediaanwaarde van 1 procent als streefdoel. Na in februari 2012 de doelstelling van 1 % duidelijker te hebben bepaald, duurde het evenwel tot januari 2013 alvorens de Japanse centrale bank aankondigde een totale inflatie van 2 % na te streven.

Dubbelzinnige communicatie

Hoewel de Bank of Japan zich tot prijsstabiliteit had verbonden en in dat opzicht de vrees voor deflatie wilde wegnemen, leek ze het belang van deflatie enigszins te minimaliseren door zich soms dubbelzinnig te betonen over haar vastberadenheid of haar vermogen om ze te bestrijden. Begin jaren 2000 verwierp gouverneur Hayami aldus de idee dat Japan zich in een situatie van deflatie bevond. Hij gaf trouwens te verstaan dat de deflatie goed-aardig kon zijn omdat ze voortvloeide uit technologische innovaties en vooruitgang in de distributiesector. Tot slot

wuifde hij de argumenten voor de inflatiedoelstelling weg en hield hij vol dat inflatie niet de oplossing was voor de economische problemen van het land (Hayami, 2000). De Bank of Japan heeft zich lang weigerachtig opgesteld tegenover het nemen van niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen en ze gaf de strijd tegen deflatie pas laat absolute voorrang. In dat opzicht lijkt het aantreden van gouverneur Fukui, die in 2003 de plaats innam van gouverneur Hayami, een keerpunt te zijn geweest (Ito, 2004).

Monetairbeleidsmaatregelen

De Bank of Japan begon vanaf 1991 een accommoderende monetairbeleidskoers te varen in een omgeving waarin de grondprijzen reeds waren beginnen te dalen, maar de inflatie nog meer dan 3 % bedroeg. Het na het uiteenspatten van de zeepbel gevoerde monetair beleid wordt doorgaans echter als veeleer restrictief beschouwd (Ito en Mishkin, 2006).

De voornaamste beleidsrente (de officiële discontovoet, en nadien, vanaf september 1998, de niet-gewaarborgde daggeldrente) werd tussen juni 1991 en februari 1999, de maand waarin de Bank of Japan besloot een zogenoemd nulrentebeleid te voeren (Zero Interest Rate Policy, of ZIRP), verlaagd van 6 % tot 0,15 %. Vanaf het voorjaar van 2000 liet gouverneur Hayami echter verstaan dat er aan dat nulrentebeleid een einde zou kunnen komen. Ondanks een nog steeds negatieve inflatie en hevig verzet van de politieke en academische wereld (Ito en Mishkin, 2006), werd de streefrente, na tot nul te zijn verlaagd, in augustus 2000 effectief met 25 basispunten opgetrokken. In maart 2001, nadat de economische bedrijvigheid opnieuw was verslechterd, hervatte de Bank of Japan echter haar nulrentebeleid. Binnen dit bestek wordt niet echt ingegaan op de vraag of de centrale bank sneller een nulrentebeleid had moeten voeren, maar feit is dat de beleidsrentes in het eurogebied en in de Verenigde Staten tijdens de recente crisis veel vlugger werden verlaagd.

Nog steeds in maart 2001 startte de Bank of Japan trouwens een beleid van kwantitatieve verruiming (Quantitative Easing Policy, of QEP), hoewel ze lang terughoudend had gestaan tegenover de minste extra monetaire versoepeling (Ito en Mishkin, 2006). In het kader daarvan richtte de Bank of Japan haar monetair beleid niet langer op de daggeldrente, maar op het saldo van de door de commerciële banken bij haar aangehouden lopende rekeningen, en begon ze zowel overheidspapier als door de private sector uitgegeven effecten aan te kopen. Het beleid van kwantitatieve versoepeling mag dan verscheidene keren zijn uitgebreid, toch is het relatief bescheiden gebleven. Tussen maart 2001 en maart 2006, de maand waarin de Bank of Japan haar beleid beëindigde,

was haar balans immers met slechts zo'n 25% toegenomen. Ter vergelijking: tegen de achtergrond van de grote recessie werd het balanstotaal van de Federal Reserve tussen medio 2007 en medio 2012 meer dan driemaal groter, terwijl de balans van de Europese Centrale Bank over diezelfde periode met ongeveer 150% aangroeide.

De rol van de onafhankelijkheid

De Bank of Japan werd pas in april 1998 onafhankelijk en volledig verantwoordelijk voor de monetairbeleidsvoering. Op die datum werd haar de opdracht tot het vrijwaren van de prijsstabiliteit toevertrouwd, terwijl de vroegere wet betreffende haar activiteiten haar opdroeg bij te dragen tot het maximaliseren van de potentiële economische groei (Ito, 2004). Voor de Bank of Japan lijkt de toekenning van de onafhankelijkheid te hebben bijgedragen tot het innemen van behoudende posities die haar geloofwaardigheid inzake het vermijden van deflatie mogelijk maakte. De door de Bank of Japan pas laat verworven onafhankelijkheid lijkt bij haar leden aldus een geneigdheid naar een te lage in plaats van een te hoge inflatie te hebben versterkt en, voor sommigen, zou die autonomie op het slechte moment zijn verkregen (Ito en Mishkin, 2006).

Doorgaans voert de kritiek op de Japanse monetairbeleidsvoering aan dat door een assertiever en meer samenhangend beleid van bij het begin van de jaren negentig de deflatie had kunnen worden vermeden of op zijn minst vroeger had kunnen worden gestopt. De verdedigers van

het door de Bank of Japan vastgelegde beleid halen aan dat, dankzij de genomen maatregelen, een extra inkrimping van de bedrijvigheid en het ontstaan van een deflatoire spiraal konden worden verhinderd.

1.2.3 Waarom vermeed Japan de deflatoire spiraal?

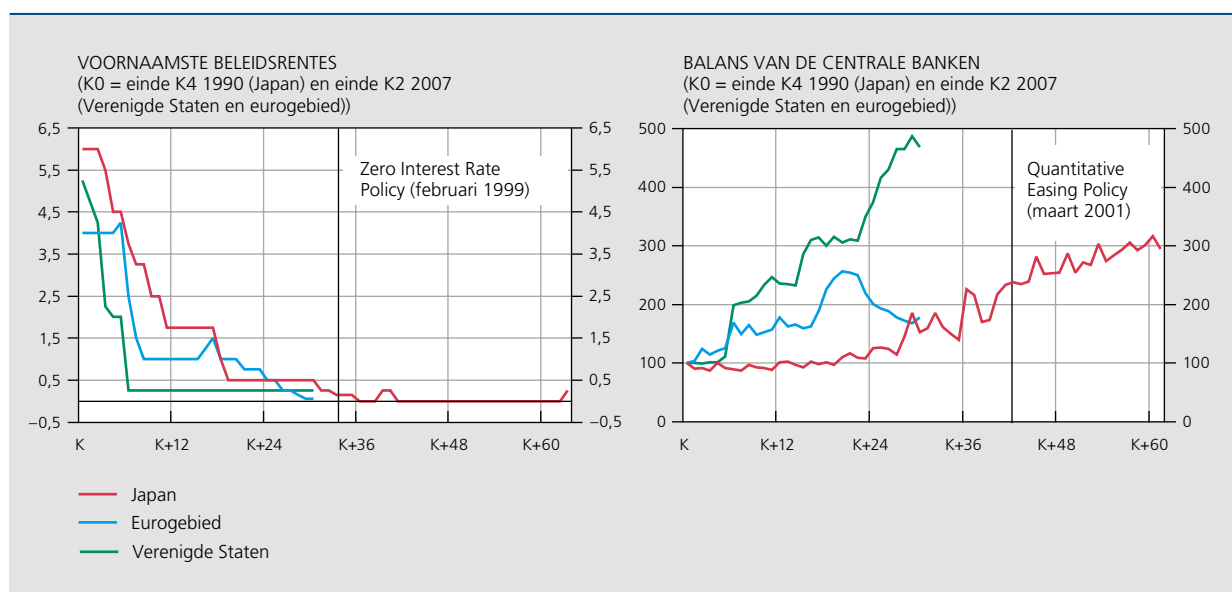
Hoewel de Japanse deflatie een algemeen en onverwacht verschijnsel bleek te zijn, bleef ze gematigd maar ook langdurig van aard. Dat doet vermoeden dat de Japanse economie structureel naar een nieuw evenwicht is geëvolueerd.

Algemeen en onverwacht

De Japanse deflatie trof een brede waaier van goederen en diensten (Nishizaki et al., 2014). Zoals blijkt uit de sterkere daling van de bbp-deflator dan van de consumptieprijsindex, was ze vooral van binnenlandse aard en vloeide ze nauwelijks voort uit externe schokken die verband hielden met het verloop van de grondstoffenprijzen. Daarnaast was de deflatie evenmin het resultaat van positieve productieschokken, die logischerwijs gepaard zouden gaan met een versnelde groei van de productie. Zo spruit ze voornamelijk voort uit een zwakke geaggregeerde vraag, wat haar potentieel kwaadaardig maakt (Ito en Mishkin, 2006).

Een ander aspect dat macro-economisch mogelijk niet zonder gevolgen blijft, is het onverwachte karakter van de deflatie. Hetzij vóór het ontstaan ervan, hetzij

GRAFIEK 6 BELEIDSRENTE EN BALANS VAN DE CENTRALE BANKEN



Bron: Thomson Reuters Datastream.

tijdens het optreden ervan halfweg de jaren negentig of aan het begin van de jaren 2000, leken de door Consensus Economics vermelde inflatieverwachtingen immers nooit te wijzen op een langdurige periode van negatief prijsverloop.

Indien een daling van het algemene prijspeil onverwacht is, verzwakt ze de reële terugbetalingslast van een schuld met een vaste nominale rente, en vertaalt ze zich bijgevolg in een verschuiving van de koopkracht van de debiteurs naar de crediteurs. Aangezien de debiteurs doorgaans een grotere consumptieneiging vertonen dan de crediteurs, kunnen die verschuivingen de geaggregeerde vraag drukken en de deflatoire tendens versterken. Een dergelijk verschijnsel, waarbij de deflatie de schuldaflossing bemoeilijkt en uiteindelijk zichzelf in de hand werkt, werd als 'schuldeflatie' bestempeld (Irving Fisher, 1933). Zo is het, in een deflatoire context die de balanspositie van de debiteurs verzwakt, ook denkbaar dat de banken voorzichtiger worden in hun kredietverlening. Dat zal des te meer het geval zijn daar ze zelf ook hun schuld willen afbouwen en ze hun activa in prijs zien dalen. Zo ontstaat eventueel een mechanisme, de zogenoemde negatieve financiële accelerator, waarbij de verzwakking van de balanspositie van de economische subjecten de financieringsvoorwaarden van deze laatste doet verslechteren. Een dergelijk verschijnsel treedt doorgaans op bij een forse daling van de activaprijzen, maar het kan potentieel worden versterkt door een daling van het algemene prijspeil.

Hoewel de onverwachte deflatie van goederen en diensten theoretisch beschouwd een zekere rol kon spelen, zijn er weinig indicaties dat ze in Japan de macro-economische moeilijkheden na het uiteenspatten van de zeepbel heeft vergroot en dat ze bijgedragen heeft tot de economische stagnatie in de jaren negentig. In ieder geval waren de economische gevolgen van een waardeinstijging, in reële termen, van de Japanse schuld niet te vergelijken met die tijdens de grote depressie van de jaren dertig in de Verenigde Staten. Hoewel een negatieve financiële accelerator lijkt te zijn ontstaan, zou dit bovendien vooral toe te schrijven zijn aan de daling van de activaprijzen (Fushi et al., 2005).

Gematigd

De Japanse deflatie bedroeg doorgaans minder dan 1%. Gelet op de herhaalde schokken waardoor de Japanse economie werd getroffen en het geringere stimuleringsvermogen van het monetair beleid, mogen terecht vragen worden gesteld rond het langdurig karakter van de prijsdaling en rond het uitblijven van een deflatoire spiraal. Er kunnen drie elementen van antwoord worden aangereikt.

Een eerste element is de nominale flexibiliteit van de Japanse economie en meer specifiek de flexibiliteit van de lonen, die doorgaans rigider zijn dan de prijzen. Dankzij de neerwaartse flexibiliteit van de nominale lonen kunnen de reële lonen zich in een periode van deflatie aanpassen aan het prijsverloop. Op die manier kunnen de ondernemingen hun marges gemakkelijker vrijwaren, zonder aan de arbeidskrachten te raken. Doordat de werkgelegenheid niet wordt aangetast, blijft de koopkracht op macro-economisch niveau beter gehandhaafd; dit ondersteunt de geaggregeerde vraag en houdt de negatieve output gap binnen de perken.

Doorgaans bestaat er in de meeste landen een neerwaartse rigiditeit van de nominale lonen (Kuroda en Yamamoto, 2014), wat zou worden verklaard door, onder meer, het negatieve effect van een nominale loonsverlaging op het moreel van de werknemers, een belangrijke factor van hun productiviteit. In Japan, daarentegen, waren de nominale lonen vanaf 1998 vrij flexibel. Die flexibiliteit zou het gevolg zijn van zowel een loonsverlaging in nominale termen bij de *regular* werknemers als een stijging van het aandeel van de *non-regular* werknemers in het totale aantal werknemers (Kuroda en Yamamoto, 2014). Ze zou zijn vergemakkelijkt doordat de *regular* werknemers hun loon grotendeels ontvangen in de vorm van premies, die flexibeler zijn dan de lonen (Ito en Mishkin, 2006). De nominale loonflexibiliteit heeft er wellicht toe bijgedragen dat de Japanse werkloosheidsgraad relatief laag bleef, steeds onder de 5,5%.

Een tweede element is de verzwakking van de potentiële groei tegen de achtergrond van een trendmatige afname en, vooral, vergrijzing van de bevolking, wat de bevolking op arbeidsleeftijd de afgelopen twintig jaar heeft doen slinken. Door de vermindering van de bevolking op arbeidsleeftijd zijn de arbeidskrachten van de economie uiteraard afgenomen en werd de potentiële groei van deze laatste beknot. Zo bleef, *ceteris paribus*, de negatieve output gap beperkter, wat de negatieve druk op de prijzen verlaagde.

Een laatste element is de duidelijke stijging van de overheidsconsumptie en de instandhouding van de particuliere consumptie, twee ontwikkelingen die de geaggregeerde vraag ondersteunden tegen de achtergrond van een balansaanpassing. De door de particuliere consumptie geboden steun kan, in de context van een negatief vermogens-effect als gevolg van het uiteenspatten van de zeepbel, verwonderlijk lijken, maar de huishoudens hebben er blijkbaar voor geopteerd minder te sparen. De door de overheidsuitgaven geboden steun, van zijn kant, speelde een fundamentele rol ter compensatie van de aanzienlijke daling van de particuliere investeringen die sinds het begin van de jaren negentig de groei duidelijk

drukte. Dit element beklemtoont het belang van een degelijke coördinatie van het monetaire en het begrotingsbeleid in een klimaat van lage inflatie en een monetaire beleid dat beperkter is om extra stimulus te genereren.

Langdurig

De deflatie in Japan is langdurig van aard, aangezien ze gedurende meer dan vijftien jaar haar stempel heeft gedrukt op de Japanse economie. Zo kan worden betoogd dat het geen tijdelijk conjunctureel verschijnsel is, maar veeleer wijst op een structurele ontwikkeling van de economie (Nakaso, 2014).

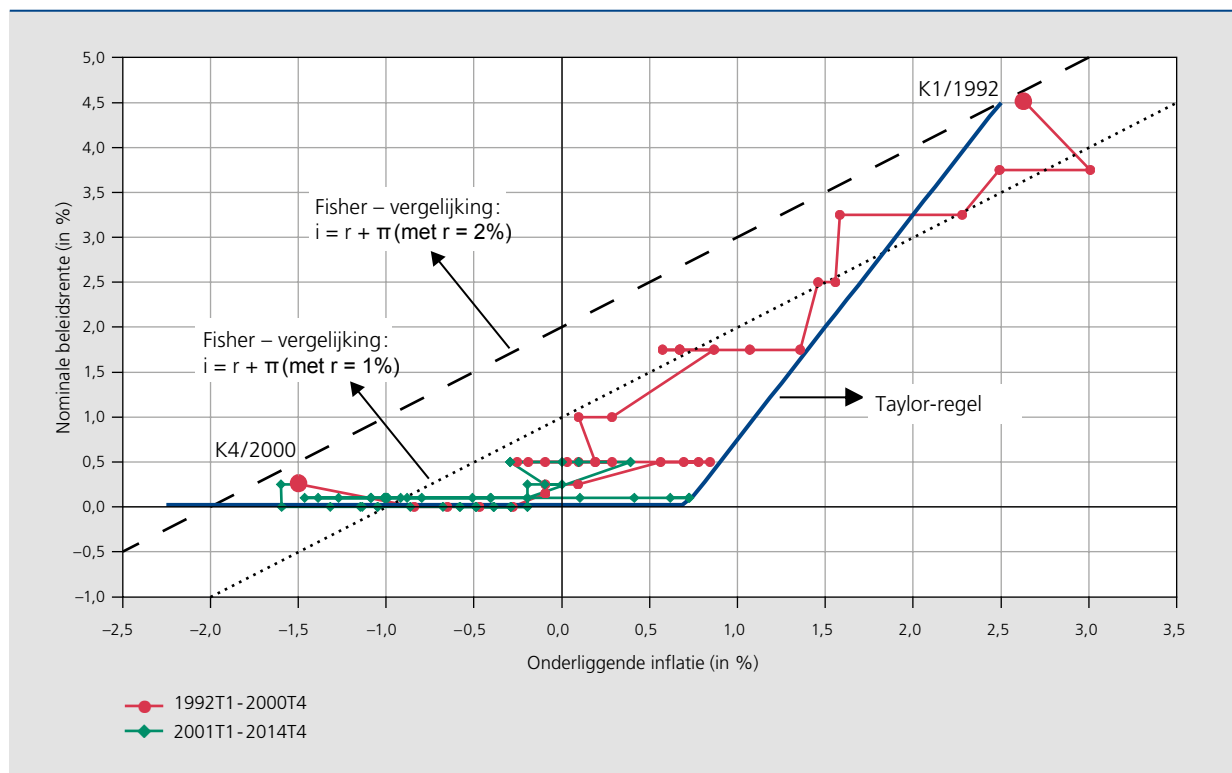
In dat opzicht zou de Japanse economie aldus, tussen het begin van de jaren negentig en het begin van de jaren 2000, overgegaan zijn van een evenwichtssituatie met een relatief hoge nominale rente en een relatief hoge inflatie naar een nieuw evenwicht met een nominale rente dicht bij nul en een deflatoire context. Sindsdien zou ze zich grotendeels rond dit nieuwe evenwicht hebben gehandhaafd. Grafiek 7 is gebaseerd op de analyse van Bullard (2010), waaruit blijkt dat de Amerikaanse economie zich, als gevolg van de grote recessie, leek te richten naar een deflatoair evenwicht vergelijkbaar met dat

van Japan. Bullard (2010) geeft een model weer met twee mogelijke evenwichtssituaties voor een economie: een eerste waarin de inflatie zich in de buurt van de doelstelling van de centrale bank bevindt en een tweede waarin de inflatie negatief is, maar de nominale rente gelijk is aan nul, zodat ook de reële rente positief is.

De evenwichten worden gekenmerkt door het raakpunt van de rechte die de Fisher-vergelijking weergeeft – volgens welke de nominale rente bestaat uit de reële rente en het inflatiecijfer – en de curve die de Taylor-regel weergeeft – die beschrijft op welke wijze de monetaire autoriteiten de nominale rente aanpassen als reactie op een verandering in het inflatiepeil. Rond het inflatoire evenwicht is de hellingsgraad van de curve beschreven door de Taylor-regel groter dan die van de Fisher-vergelijking zodat een aanpassing van de nominale rente een wijziging in de reële rente teweegbrengt. De Taylor-curve wordt horizontaal wanneer de nulgrens voor de nominale rente wordt bereikt; op dat ogenblik kan immers niet langer op een daling van de inflatie worden gereageerd door de beleidsrente te verlagen.

Op het evenwichtspunt rechts bovenaan heeft de inflatie haar doelstelling bereikt en is er, op voorwaarde dat er

GRAFIEK 7 BELEIDSRENTE EN ONDERLIGGENDE INFLATIE



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, eigen berekeningen.

zich geen schok voordoet, geen reden waarom de nominale rente of het inflatiecijfer zou veranderen. Mocht de inflatie evenwel licht dalen ten opzichte van de doelstelling, dan zou de centrale bank reageren door de nominale rente meer dan verhoudingsgewijs te verlagen. Mocht de inflatie daarentegen boven de doelstelling uitstijgen, dan zou de centrale bank de nominale rente meer dan verhoudingsgewijs optrekken. De tijdelijke onevenwichtigheden worden zodoende gecorrigeerd door de reële rente te wijzigen. Dat punt geeft min of meer de Japanse economie in het eerste kwartaal van 1992 weer. Met een inflatiecijfer van 2,5% en een potentiële groei van 2% schommelde de nominale rente toen rond 4,5%.

Op het evenwichtspunt links onderaan heeft de nominale rente haar bodempeil bereikt – de centrale bank is niet langer in staat de economie extra te stimuleren – en wordt de inflatie negatief, ver onder haar doelstelling. Of de inflatie nu in dat stadium enigszins daalt of stijgt, ze zal verwijderd blijven van de doelstelling van de centrale bank en deze laatste zal haar nominale beleidsrente derhalve op nul handhaven. Eigenlijk is het monetair beleid passief. Aangezien de effectieve reële rente haar evenwichtspeil bereikt, groeit de economie toch naar haar potentieel peil, dat weliswaar sinds begin de jaren negentig gedaald is als gevolg van demografische en productiviteitsontwikkelingen. Dit bewijst de monetaire neutraliteit op lange termijn: mettertijd komt de groei van de reële variabelen los te staan van die van de nominale variabelen zoals de inflatie of de nominale rente.

De overgang van het eerste naar het tweede evenwicht heeft blijkbaar plaats wanneer de helling van de curve van de Taylor-regel minder dan één bedraagt. In dat geval is de centrale bank niet langer in staat meer dan verhoudingsgewijs te reageren op een daling van de inflatie tot onder haar doelstelling en is het derhalve waarschijnlijker dat de economie naar het tweede evenwicht overgaat. Het relatief voorzichtig monetair beleid van de Bank of Japan kan in dat verband worden geïnterpreteerd als een té gematigde reactie op negatieve inflatieverschillen, waardoor de effectieve reële rente onvoldoende sterk en snel kon worden verlaagd.

1.3 Een nieuw evenwicht: behoorlijke macro-economische resultaten, maar een broos evenwicht

Zo blijkt de reële groei van de Japanse economie in de recente periode ongeveer op zijn potentiële niveau te zijn gebleven, wat doet vermoeden dat aan het nieuwe, licht deflatoire evenwicht dat aan het begin van de jaren 2000

werd bereikt, geen kosten zijn verbonden. Die bewering doet evenwel twee belangrijke vragen rijzen: ten eerste, waarom wordt, in dat geval, regelmatig verwezen naar de ‘verloren decennia’ die Japan doormaakte als gevolg van het uiteenspatten van de zeepbel (zie, bijvoorbeeld, Lipton, 2014)? En ten tweede, is dat evenwicht stabiel en werkelijk kosteloos?

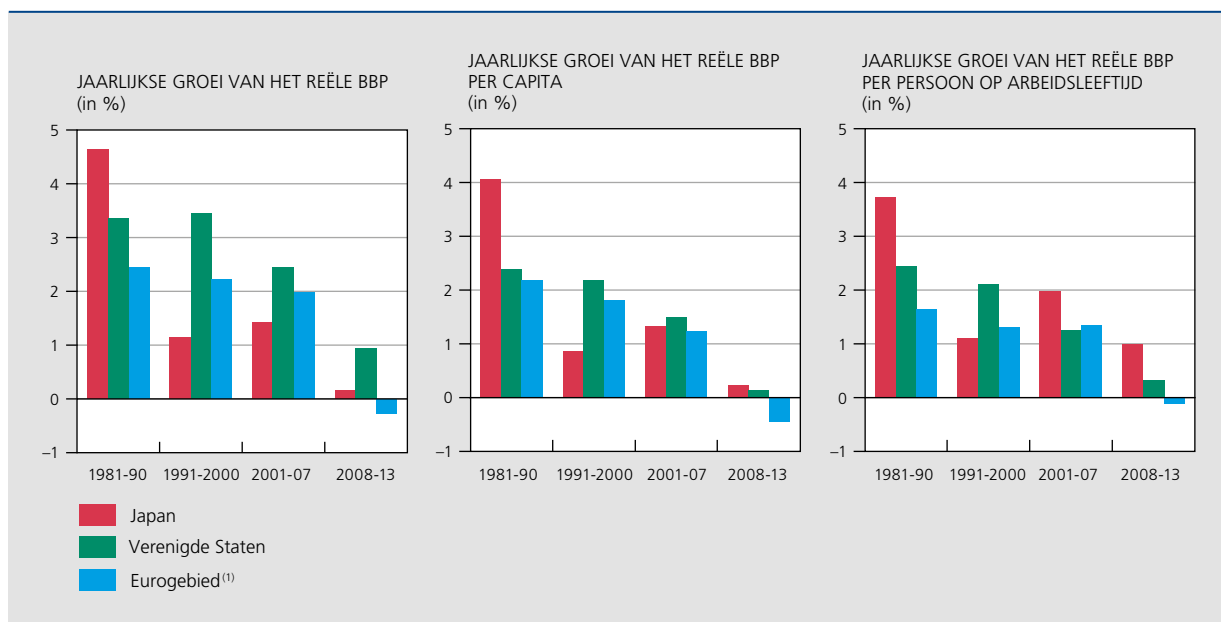
Behoorlijke macro-economische resultaten

De beschrijving van de ‘verloren decennia’ waarmee het verloop van de Japanse economie tijdens de laatste twintig jaar wordt aangeduid, wordt verklaard door het feit dat de output gap in de archipel sinds het begin van de jaren negentig zeer sterk negatief bleef, terwijl de economische groei er lager lag dan in de Verenigde Staten of dan in het eurogebied. Van naderbij beschouwd echter, namelijk wanneer de demografische ontwikkelingen van het land in aanmerking worden genomen, lijkt de term ‘verloren’ deels verkeerd te zijn gebruikt.

Twee relevante indicatoren van de economische resultaten van de geavanceerde economieën zijn immers de reële groei per hoofd van de bevolking en, meer nog, de reële groei per persoon op arbeidsleeftijd. De reële groei per hoofd van de bevolking geeft een indicatie omtrent het verloop van de materiële levensstandaard van de bevolking, terwijl de reële output per persoon op arbeidsleeftijd informatie verstrekt over het vermogen van een economie om haar productiepotentieel efficiënt te benutten. Volgens de eerste indicator bleek Japan in de jaren negentig zwakker te presteren dan de Verenigde Staten en het eurogebied, maar in de jaren 2000 is dat niet langer het geval. Bovendien doet Japan het sinds de in 2008 begonnen grote recessie blijkbaar relatief beter. Inzake de reële groei per persoon op arbeidsleeftijd scoorde Japan in de jaren negentig eveneens minder goed – vooral in vergelijking met de Verenigde Staten –, maar sindsdien lijkt het land het duidelijk beter te hebben gedaan dan de twee andere economieën.

In werkelijkheid vloeien Japans minder goede resultaten in termen van reële economische groei de afgelopen twee decennia blijkbaar vooral voort uit de demografische ontwikkelingen van het land. Rekening houdend met deze laatste, moet de beschrijving ‘verloren decennium’ waarmee de jaren negentig in de Japanse archipel worden aangeduid, enigszins worden gerelativeerd, terwijl een dergelijke beschrijving voor de jaren 2000 geen steek houdt. Die resultaten stroken met de bovenvermelde opvatting dat de economie een nieuw evenwicht zou hebben bereikt met een lage inflatie, maar met een groei die strookt met zijn potentieel.

GRAFIEK 8 VERLOOP VAN DE REËLE BBP-GROEI



Bronnen: OESO, eigen berekeningen.

(1) Zes belangrijke economieën van het eurogebied: België, Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland en Spanje.

Een broos evenwicht

Gelet op de voor de nominale beleidsrente aangehouden nul-ondergrens, beperkt een deflatoire situatie het vermogen van de centrale bank om de economische bedrijvigheid te stimuleren en de inflatie te stabiliseren. In die context stijgt het gevaar dat een economie, in geval van een schok, in een seculaire stagnatie belandt, dat is een situatie waarin de economische groei gelijk aan nul, of futloos, is omdat het traditioneel monetair beleid niet werkt (zie NBB, 2015, p. 55-56). Een in nominale termen zwakkere economische groei betekent tevens een hoger risico voor de houdbaarheid van de overheidsschuld, wat verderop wordt besproken. Tegen die achtergrond lijkt het evenwicht dat sinds het begin van de jaren 2000 de Japanse economie kenmerkt, niettemin broos en potentieel duur, hoewel er in reële termen blijkbaar geen directe kosten aan verbonden zijn.

Uit theoretisch oogpunt kan op het gevaar voor seculaire stagnatie gereageerd worden met verscheidene macro-economische en structurele beleidsmaatregelen. In de eerste plaats kan de centrale bank een inflatiedoelstelling vastleggen die de verwachtingen verankert en aldus het deflatierisico beperkt. De centrale banken die reeds een inflatiedoelstelling hanteren, kunnen hun streefdoel verhogen mits dat de geloofwaardigheid niet aantast. Ten tweede kan de centrale bank de zogeheten

niet-conventionele monetairbeleidsinstrumenten inzetten, bijvoorbeeld kwantatieve versoepeling en forward guidance, die de langerlopende rente in de economie kunnen drukken. Ten derde kan een expansief begrotingsbeleid worden gevoerd, dat de geaggregeerde vraag kan ondersteunen en de negatieve output gap kan verkleinen. Ten slotte kunnen structurele hervormingen ter ondersteuning van het groeipotentieel ten uitvoer worden gelegd. Hoewel die hervormingen tijdelijk negatieve effecten kunnen sorteren op de geaggregeerde vraag en/of de negatieve output gap kunnen verruimen, zouden ze op termijn de groei moeten versterken via een efficiëntere aanwending van de economische middelen. Het sinds 2013 door eerste minister Shinzo Abe van Japan gevoerde beleid, het zogenoemde Abenomics-beleid, omvat precies die diverse elementen.

2. Abenomics

Het was naar de Japanse eerste minister Shinzo Abe dat in 2013 een economisch programma werd genoemd dat op drie pijlers berust en tot doel heeft een einde te maken aan de periode van economische stagnatie en deflatie en tegelijkertijd het hoofd te bieden aan de hoge en toenemende overheidsschuld. Een eerste pijler betreft het monetair beleid en behelst een volledige omslag in het monetairbeleidsstelsel. In januari 2013 introduceerde de

Bank of Japan een kwantitatieve inflatiedoelstelling van 2 % en in april 2013 – na de aanstelling van gouverneur Kuroda – werd het beleid van Qualitative en Quantitative Easing (QQE) geïntroduceerd teneinde die inflatiedoelstelling tegen eind 2015 te bereiken, inmiddels uitgesteld tot de eerste helft van 2016. De tweede pijler omvat het budgettair beleid dat op korte termijn expansief en groei-ondersteunend is, maar op langere termijn begrotingsconsolidatie zou moeten nastreven omdat de houdbaarheid van de overheidsschuld één van de belangrijkste risico's is voor de Japanse economie. De derde pijler zijn structurele hervormingen om de particuliere investeringen te ondersteunen en de potentiële groei te verhogen. De Japanse regering maakte dit in juni 2013 concreet onder de noemer 'Japan Revitalization Strategy'. Bij een update ervan in juni 2014 werd een doelstelling toegevoegd van gemiddeld 2 % reële bbp-groei tegen 2022. Deze derde pijler is de meest cruciale component van Abenomics omdat noch een soepel monetair beleid noch een expansief budgettair beleid de economie naar een duurzaam hoger groeipad kan leiden en de houdbaarheid van de overheidsschuld kan garanderen.

2.1 Monetair beleid

Het monetair beleid zoals dat is uitgetekend in de eerste pijler van Abenomics betekende een zware breuk met het beleid zoals het tot dan toe werd gevoerd. Met de invoering van het QQE-programma kondigde de Bank of Japan aan dat de geldbasis in twee jaar tijd zou verdubbelen, het zogenoemde kwantitatieve aspect. Dit impliceerde een toename met 50 000 miljard yen per jaar; na een nieuwe beslissing in oktober 2014 werd dat bedrag opgetrokken tot 80 000 miljard yen per jaar. Dat is een massale injectie van liquiditeiten in de economie (op dit ogenblik reeds meer dan 60 % bbp) vergeleken met de tijdens de wereldwijde financiële crisis in andere landen opgetekende expansie van de centralebankbalansen.

Aan de activazijde – het kwalitatieve aspect – worden hoofdzakelijk overheidsobligaties aangekocht, maar ook particuliere activa (bijvoorbeeld handelspapier, bedrijfsobligaties, exchange-traded funds (ETF) en real estate investment trusts (REITS)). De uitstaande looptijd van de aangehouden overheidsobligaties werd verlengd van iets minder dan drie jaar tot ongeveer zeven jaar, waardoor de volledige risicovrije rentecurve neerwaarts verschoof. Belangrijk voor de geloofwaardigheid van het QQE-programma is het gebruik van een 'open-ended commitment'. Dat is een onvoorwaardelijke verbintenis om de inflatiedoelstelling te bereiken, met andere woorden het aankoopprogramma wordt niet stopgezet vooraleer de inflatiedoelstelling is gehaald. Een en ander zou een

scenario zoals dat van 2006 moeten vermijden; het toenmalige QE-programma werd stopgezet, terwijl de inflatie nog negatief was. Die beslissing maakte Japan kwetsbaar voor een terugval in deflatie mocht er zich een additionele significante negatieve vraagschok voordoen, wat met de financiële crisis in 2008 bewaarheid werd.

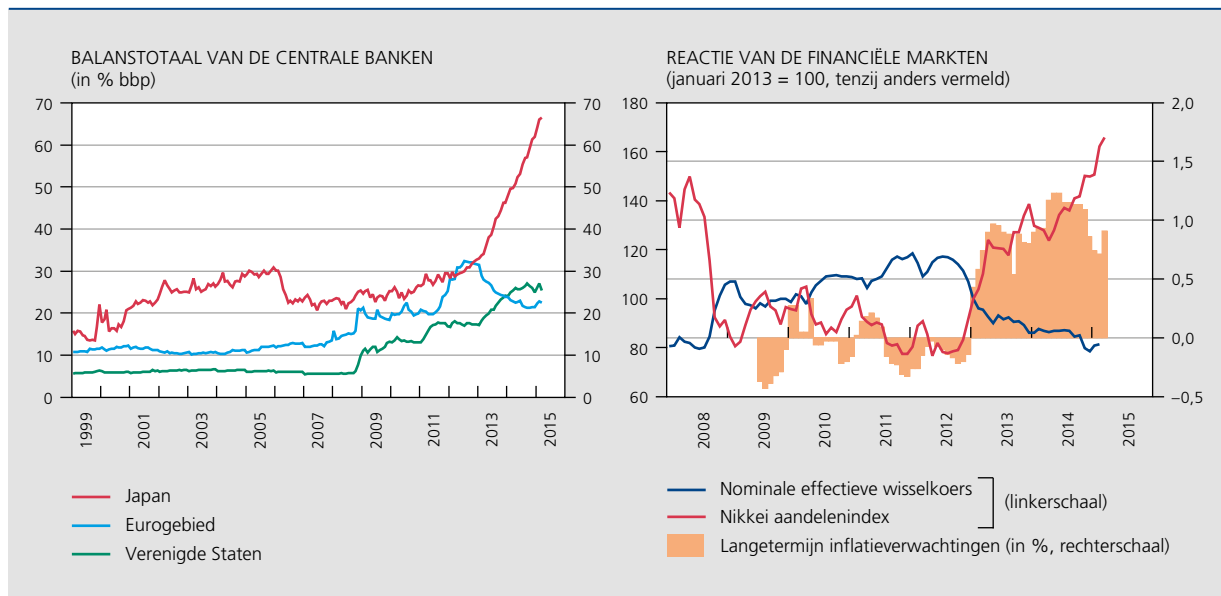
Het initiële effect op de inflatieverwachtingen was, zoals gehoopt, opwaarts, dat betekent dat het een daling van de reële rente tot gevolg had, ook omdat de aankopen van overheidsobligaties door de Bank of Japan de nominale rente drukten. Toch stabiliseerden de inflatieverwachtingen zich op een niveau onder de doelstelling van 2 %, wat wijst op een geloofswaardigheidsdeficit van de centrale bank. Naarmate in de loop van 2014 duidelijk werd dat, als gevolg van een btw-verhoging, Japan opnieuw in een recessie zou belanden en aangezien de olieprijs bovendien sterk bleef zakken, daalden ook de inflatieverwachtingen. De Bank of Japan achtte het daarom nodig om eind oktober 2014 extra stimulus te geven. Naast de daling van de reële rente zorgde ook de depreciatie van de Japanse yen voor een versoepeling van de monetaire voorwaarden, wat aan het concurrentievermogen ten goede kwam. Het QQE-programma deed tevens de aandelenprijzen aanzienlijk stijgen. Aangezien de groei-vooruitzichten niet fors opwaarts werden herzien, vragen sommige commentatoren zich af of die stijging van de aandelenprijzen wel in verhouding staat tot de verwachte dividendestroom.

2.2 Budgettair beleid

De tweede pijler, het budgettair beleid, is een combinatie van stimulus op korte termijn en consolidatie op (middel-)lange termijn. Daarom werd voorgesteld tegen 2020 een primair evenwicht te bereiken en de schuldratio te stabiliseren. Een eerste fase in de begrotingsconsolidatie was de btw-verhoging in twee stappen. De eerste verhoging – van 5 % tot 8 % – had plaats in april 2014, maar daar volgde een economische recessie op. Dat wijst op een eerste belangrijke uitdaging inzake budgettair beleid, namelijk het verzoenen van de voorgestelde begrotings-sanering met het bereiken van een 2 % belopende doelstelling inzake reële groei. De regering reageerde op deze technische recessie door aan het einde van 2014 een extra begrotingsstimulans te geven en de tweede btw-verhoging (tot 10 %) uit te stellen. Daardoor komt het bereiken van een begrotingsevenwicht in 2020 evenwel in het gedrang.

De grootste uitdaging voor Abenomics en voor de Japanse economie in het algemeen is echter de houdbaarheid van de overheidsschuld. Ondanks de omvang van die schuld

GRAFIEK 9 HET MONETAIR BELEID VAN DE BANK OF JAPAN



Bron: Thomson Reuters Datastream.

bleven de rentelasten relatief beperkt vanwege de massale aankopen van overheidseffecten door de Bank of Japan en een persistent spaaroverschot in de private sector. Tegelijkertijd maakt de omvang van de overheidsschuld Japan kwetsbaar voor een eventuele rentestijging. Indien het Abenomics-beleid, met een inflatiedoelstelling van 2% en een reële groei-doelstelling van 2%, slaagt, mag een stijging van de nominale rentetarieven, en dus van de rentelasten, worden verwacht. De OESO (2015) heeft verschillende scenario's gesimuleerd waarin de Japanse overheid al dan niet extra besparingsmaatregelen neemt om de stijging van de rentelasten te compenseren en waarin zowel de reële groei als de inflatie toeneemt. Volgens die simulaties waarin er wordt van uitgegaan dat de Japanse overheid geen additionele budgettaire consolidatiemaatregelen neemt en dat de nominale groei gemiddeld 2,75% bedraagt, kan de overheidsschuld oplopen tot 400% bbp in 2040. Rentetarieven zijn dan inmiddels opgelopen tot 7% als gevolg van hoge risicopremies. Op voorwaarde van een extra begrotingsconsolidatie ten bedrage van ongeveer 7% bbp – bijvoorbeeld een btw-verhoging van 8% tot 22% –, stabiliseert de schuldratio zich op het hoge niveau van vandaag of neemt ze af tot 122% bbp in 2040, afhankelijk van de gemiddelde nominale groei.

De belangrijkste factoren die de houdbaarheid van de overheidsschuld in Japan hebben ondersteund, zijn de zogenoemde 'home bias' van de Japanse belegger en het spaaroverschot van de private sector dat samenhangt met het overschot op de lopende rekening en dat geleid

heeft tot een aanzienlijke positieve netto internationale investeringspositie.

Ongeveer 90% van de Japanse overheidsschuld wordt aangehouden door ingezetenen. De economische literatuur is er tot dusver niet in geslaagd een dergelijke 'home bias' duidelijk te verklaren: het gaat erom dat beleggers op binnenlandse activa lagere rendementen aanvaarden – zelfs risicogezuiverd. Verklarende factoren die naar voren worden geschoven, zijn de aversie voor wisselkoersrisico's en de prudentiële kapitaalvoorschriften waarbij (binnenlandse) overheidsobligaties een laag tot geen risicogewicht toegewezen krijgen (Hoshi & Ito, 2014). De Japanse overheidsschuld wordt voor het overgrote deel aangehouden door de binnenlandse financiële instellingen (banken, verzekeraars en pensioenfondsen). De recente inkrimping van hun aandeel wordt vrijwel integraal gecompenseerd door het aankoopprogramma van de centrale bank die voornamelijk langlopend papier koopt. De – zij het beperkte – toename van het buitenlands houderschap sinds 2007 weerspiegelt vooral de belangstelling voor kortlopend overheidspapier (<1 jaar) als deel van een 'flight to safety', toen ook andere overheden dergelijke titels met vergelijkbare lage korte rentes begonnen aan te bieden (Horioka et al., 2013).

Het spaargedrag van de Japanners tijdens de afgelopen decennia heeft geleid tot een aanzienlijke vermogensopbouw, wat zich tevens weerspiegelt in een stevige positieve netto internationale investeringspositie die in 2013 74%

bbp beliep. Recentelijk zijn er in het spaargedrag evenwel enkele verschuivingen opgetekend die deze goede uitgangspositie (uit het oogpunt van de houdbaarheid van de overheidsschuld) kunnen ondergraven. De laatste jaren hebben vooral de bedrijven bijgedragen aan het spaaroverschot van de private sector, terwijl de spaarquote van de huishoudens beduidend gedaald is en er recentelijk zelfs een negatieve spaarquote in procenten van het beschikbaar gezinsinkomen is opgetekend. Factoren die daaraan bijdragen, zijn de vergrijzing van de bevolking maar ook conjuncturele factoren zoals de daling van de reële lonen. Voor de economische groei is het bovendien wenselijk dat de bedrijven hun spaaroverschot afbouwen ten voordele van investeringen of hogere lonen. Vanuit een andere invalshoek beschouwd, wordt, vanwege een tekort op de handelsbalans, ook het overschot op de lopende rekening kleiner. Dit laatste is slechts deels te wijten aan de toegenomen energie-invoer na de kernramp in Fukushima. Zolang het saldo op de lopende rekening positief is, kan de 'marginale' koper van nieuw uitgegeven overheidsschuld een ingezetene zijn en gegeven de vermelde 'home bias' is die kans groot. Een en ander kan evenwel in het gedrang komen, mocht dat saldo verder afnemen.

2.3 Structureel beleid

De derde en belangrijkste pijler van het Abenomics-beleid is de implementatie van structurele hervormingen. Van het vraagstimulerend beleid van de eerste twee pijlers (monetair en budgettair) wordt verwacht dat het de noodzakelijke impuls kan geven om de Japanse economie uit het deflatoir evenwicht te halen waarin ze zich al meer dan een decennium bevindt. Het zal evenwel afhangen van de effectieve implementatie van de structurele hervormingen en de positieve impact daarvan op de potentiële groei of de Japanse economie op (middel)lange termijn al dan niet een duurzaam hoger groeipad kan realiseren. Bovendien kunnen structurele hervormingen ook op korte termijn een positief effect hebben omdat het vooruitzicht op een hogere productiviteit en op hogere inkomens reeds meteen aanleiding kan geven tot supplementaire investeringen en gezinsbestedingen (ECB, 2015).

Het structureel beleid, onder de noemer van de Revitalization Strategy, is in diverse domeinen actief: gezondheidszorg, landbouw, handelsverdragen, corporate governance, arbeidsmarkt, sociale zekerheid/pensioenen, belastinghervorming, energiesector en hervorming van het kiessysteem. De belangrijkste uitdagingen waarvoor de Revitalization Strategy zich geplaatst ziet, zijn de daling van het effectief arbeidsaanbod, een verdere integratie van Japan in de wereld-economie en het verhogen van de productiviteit.

2.3.1 Daling van het effectief arbeidsaanbod afremmen

In Japan neemt de bevolking op arbeidsleeftijd sinds het midden van de jaren negentig af. Verwacht wordt dat die tendens zich de komende decennia zal voortzetten. Vanwege de toenemende vergrijzing zal dat in een sneller tempo gebeuren dan voor de integrale bevolking, waardoor de afhankelijkheidsratio fors zal toenemen. De totale bevolking daalt van 127 miljoen eenheden vandaag tot minder dan 100 miljoen tegen 2050 en de bevolking op arbeidsleeftijd daalt van ongeveer 78 miljoen vandaag tot 50,5 miljoen in 2050.

Die daling kan deels worden afgeremd door een hogere activiteitsgraad van de vrouwelijke beroepsbevolking. Indien de activiteitsgraden van de mannelijke en vrouwelijke beroepsbevolking, momenteel respectievelijk 85% en 66% op het niveau van 2014 zouden blijven, zal de beroepsbevolking slinken tot 38 miljoen in 2050 tegen 59 miljoen vandaag. Gelet op de reeds hoge activiteitsgraad bij de mannen, kan die daling voornamelijk worden afgeremd door een stijging van de activiteitsgraad bij de vrouwen. Indien de activiteitsgraad van de vrouwen met 1 procentpunt per jaar zou stijgen tot het niveau van de mannen vandaag, zou de daling van de beroepsbevolking worden afgeremd tot 43 miljoen.

Een belangrijke reden van deze geringe arbeidsparticipatie van de vrouwen is dat minder dan de helft van de Japanse vrouwen zich na de geboorte van een kind opnieuw beschikbaar stelt voor de arbeidsmarkt. Daarom plant de Revitalization Strategy een toename van het aantal opvangplaatsen voor kinderen. Uit onderzoek blijkt bovendien vaak een stijging van de geboortecijfer wanneer de kinderopvang wordt uitgebreid. Daarnaast kan het activeren van de Japanse vrouwen mee worden ondersteund door een herziening van de huidige personenbelasting waarbij een niet-werkende echtgenoot het huishouden recht geeft op een ruime belastingsaftrek.

Ook het versoepelen van de immigratieregels kan helpen om de beroepsbevolking op peil te houden. Tussen 2001 en 2011 nam het aandeel buitenlanders in de Japanse bevolking slechts toe van 1,4% tot 1,6%, terwijl uit bedrijfsenquêtes nu reeds arbeidstekorten blijken. De Revitalization Strategy voorziet evenwel niet in kwantitatieve criteria voor migratie. Ten slotte kan ook het verhogen van de werkgelegenheidsgraad van oudere werknemers een belangrijke bijdrage leveren. Tal van bedrijven leggen een verplichte pensioenleeftijd van 60 jaar op, onder meer vanwege de loonschalen die zijn opgesteld volgens leeftijd.

2.3.2 Integratie van Japan in de wereldeconomie

Terwijl Japan in de jaren tachtig aan de zogenoemde 'global technology frontier' stond, wat een concurrentievoordeel opleverde, is dat nu niet langer het geval. Maatstaven die het concurrentievermogen in ruime zin meten, bijvoorbeeld de international competitiveness indicator van het International Institute for Management Development (IMD), tonen dat Japan in 2012 gezakt is van de eerste (van 1989 tot 1993) naar de 27ste plaats (op 59 landen). Over de laatste twee decennia is ook het aandeel van Japan in de wereldhandel, gemeten op basis van de uitvoer, gedaald van 10 % naar 4 %. Bovendien zag Japan ook zijn ruilvoet fors verslechteren omdat de Japanse uitvoerprijzen lijdend onder de concurrentie vanuit de opkomende Aziatische landen.

De Revitalization Strategy heeft tot doel 70 % van de totale handel te voeren met landen waarmee een handelsakkoord is gesloten (de zogeheten Economic Partnership Agreements); op dit ogenblik betreffen de veertien akkoorden ongeveer 25 % van de totale Japanse handel. Daarom zal worden getracht het Trans-Pacific Partnership op te zetten en additionele akkoorden te sluiten met belangrijke handelspartners zoals de Verenigde Staten, China en de Europese Unie. Vooral in de dienstensector is er nog veel ruimte voor internationale openstelling en zodoende een positief effect te sorteren op de productiviteit in deze sector. Belangrijk is voorts dat, voor het eerst, eindelijk ook de bescherming van de landbouwsector wordt afgebouwd.

Het verder vrijmaken van de handel zou ook buitenlandse directe investeringen moeten aantrekken. Hoewel Japanse bedrijven wereldwijd aanwezig zijn, is de binnenlandse stock aan buitenlandse directe investeringen één van de laagste van de ontwikkelde economieën (minder dan 4 % bbp, tegen een OESO-gemiddelde van 35 %). In het kader van de Revitalization Strategy zou het uitstaande bedrag tegen 2020 moeten verdubbelen. Volgens buitenlandse bedrijven zijn de belangrijkste beperkingen voor buitenlandse investeringen in Japan: het lage niveau aan M&A, de hoge vennootschapsbelasting, een onduidelijk regelgevend kader, een hoge arbeidsbescherming en regels die de immigratie van buitenlandse werkrachten belemmeren (European Business Council in Japan (EBC), 2014).

2.3.3 Verhogen van de productiviteit

Naast het verhogen van de productiviteit door de Japanse economie verder open te stellen voor de wereldwijde concurrentie, mikt de Revitalization Strategy tevens op een effect via het verbeteren van het corporate governance framework. Het is de bedoeling dat kader af te stemmen

op de 'standard OECD-practices'. Daaraan kan worden bijgedragen door, onder meer, het verminderen van de cross-share holdings en het aanmoedigen/verplichten van buitenlanders in directies of raden van bestuur.

In tegenstelling tot de bewering 'All Japanese are middle-class' is de ongelijkheid de afgelopen dertig jaar fors toegenomen (Aoyagi et al., 2015). De Japanse arbeidsmarkt wordt immers gekenmerkt door een toenemende graad van dualiteit tussen werknemers met een regulier (regular) contract en 'non-regular'-werknemers. Het aandeel van deze laatste groep is toegenomen van 20 % in 1980 tot 35 % in 2013, en het zijn voornamelijk vrouwen en ouderen die in dit circuit tewerk worden gesteld. Naast het aanzienlijk verschil in salaris (ongeveer één derde tot de helft minder), hebben ze ook minder jobzekerheid, genieten ze minder sociale zekerheid en krijgen ze minder opleidingen, wat nefast is voor hun arbeidsproductiviteit.

3. Lessen voor het eurogebied

In dit laatste hoofdstuk worden, meer bepaald ten behoeve van het eurogebied, enkele lessen getrokken uit de ervaring van Japan tijdens de afgelopen 25 jaar. Drie belangrijke conclusies springen in het oog: de crisissen veeleer voorkomen dan verhelpen, van bij het begin zorgen voor een degelijke verankering van de inflatieverwachtingen en snel en gecoördineerd reageren met een politiek van vraag en aanbod. De Japanse realiteit bewijst tevens dat het aan deflatie vasthangend prijskaartje afhankelijk is van de kenmerken van een economie en meer bepaald van de nominale flexibiliteit ervan.

De crisissen veeleer voorkomen dan verhelpen

Bijna zeven jaar na het begin van de grote recessie in de Verenigde Staten en het eurogebied, lijkt het weinig twijfel dat recessies die gepaard gaan met financiële crisissen lang duren en ernstig zijn. Het Japan van de jaren negentig is daar nog een voorbeeld van. Uit onderzoek blijkt voorts dat die periodes niet op zichzelf staan: Taylor (2015) heeft ter zake heel wat onderzoekswerk verricht en hij komt tot de conclusie dat recessies die volgen op financiële crisissen langer duren en dieper zijn dan recessies die het resultaat zijn van andere schokken.

Het is dus belangrijk een financiële crisis te voorkomen. Hoewel die bevinding op dit ogenblik vanzelfsprekend lijkt, hebben de beleidsmakers kennelijk toch niet voldoende lering getrokken uit de ervaring van Japan, die aantoont hoe schadelijk de gevolgen van het uiteenspaten van een financiële zeepbel zijn.

Daarom is de afgelopen jaren een aanvang gemaakt met de uitbreiding van het Europees en het Belgisch institutioneel kader. De klemtoon werd duidelijk verlegd naar de macroprudentiële dimensie van het toezicht teneinde niet alleen te zorgen voor de gezondheid van de afzonderlijke financiële instellingen, maar ook te waken over de systemische dimensie van de financiële stabiliteit. Nieuwe instellingen werden bovendien belast met het macroprudentieel beleid: op Europees niveau werd het Europees Comité voor Systeemrisico's (ECSR) opgericht, de ECB kreeg een grotere rol toebedeeld in het kader van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme dat onder haar leiding staat, en op nationaal niveau werd de NBB belast met het macroprudentieel beleid. De grotere aandacht voor het financieel systeem in zijn geheel moet financiële crisissen mee helpen bezweren en de eraan verbonden kosten beperken.

De ervaring in Japan leert voorts dat een financiële crisis, indien ze niet kan worden vermeden, een zeer snelle sanering van de financiële sector vergt teneinde deze laatste in staat te stellen zijn financiële intermediatierol ten volle te spelen. In Japan heeft het gebrek aan doortastendheid van de autoriteiten om de problemen van de banken op te lossen meer dan waarschijnlijk de crisis doen aanslepen. In het eurogebied werden de banken sneller geherkapitaliseerd en de sanering van de banksector maakte eind 2014 een cruciale fase door. De publicatie, in oktober 2014, van de resultaten van de alomvattende beoordeling van de balansen van de belangrijkste banken uit het eurogebied was immers doorslaggevend om de herkapitalisatie van de sector te versterken.

De inflatieverwachtingen stevig verankerd houden

De Japanse ervaring leert dat deflatie, zodra ze deel uitmaakt van het DNA van de economie, moeilijk te bestrijden valt. De Bank of Japan bepaalde pas in januari 2013 een echte expliciete inflatiedoelstelling en haar communicatie zaaide geregeld twijfel over haar vastberadenheid, of zelfs haar vermogen, om de prijsstabiliteit te waarborgen. Ze heeft, ten slotte, lang geaarzeld om maatregelen te nemen voor een verdere versoepeling van haar monetair beleid. Al deze elementen zijn niet van zodanige aard dat ze de inflatieverwachtingen stevig verankerd houden, wat nochtans van cruciaal belang is in het kader van de beïnvloeding van de reële rente en de aanpassing van de monetairbeleidskoers.

Deze situatie contrasteert met die in het eurogebied, waar het Eurosysteem een mandaat heeft gekregen dat gericht is op de prijsstabiliteit die door Raad van Bestuur werd gepreciseerd als een stijging van het geharmoniseerde indexcijfer van de consumptieprijzen (HICP) van minder

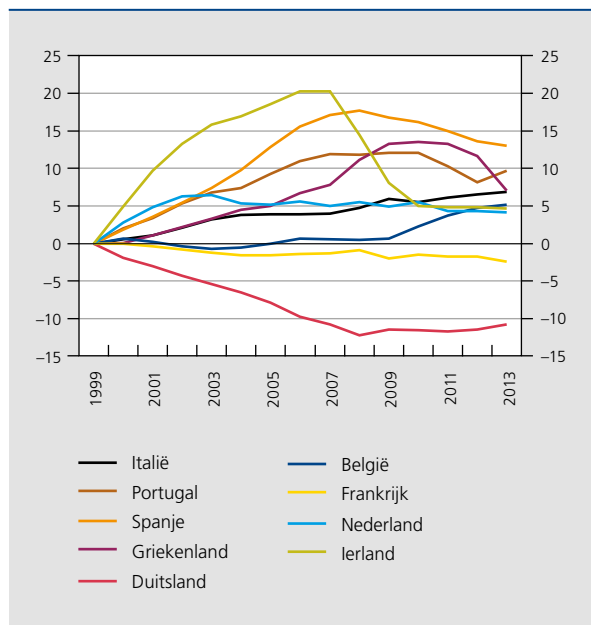
dan, maar dicht bij 2% op middellange termijn. Deze doelstelling is een benchmark en ze draagt derhalve bij tot de stevige verankering van de inflatieverwachtingen. Tijdens de recente crisis heeft het Eurosysteem bovendien voortdurend gewezen op zijn verantwoordelijkheid en zijn doelstelling om de prijsstabiliteit op middellange termijn te vrijwaren. Hoewel het Eurosysteem zijn basisrentetarieven sneller heeft verlaagd dan, destijds, de Bank of Japan, reageerde het minder prompt dan de Amerikaanse Federal Reserve.

In het vlak van niet-conventioneel monetair beleid legde het Eurosysteem tijdens de grote recessie een grotere bereidheid aan de dag om zijn balans te gebruiken dan, destijds, de Bank of Japan. In de eerste stadia van de crisis – tijdens de bankcrisis en in de aanvangsfase van de overheidsschuldencrisis – gebruikte het Eurosysteem zijn balans om een goede monetairbeleidstransmissie te verzekeren. De banken konden bijvoorbeeld zoveel liquiditeiten verkrijgen als ze wilden, voor zover ze over toereikende waarborgen beschikten. De balans ontwikkelde zich bijgevolg voornamelijk volgens de vraag naar herfinanciering van de tegenpartijen van het Eurosysteem. Sedert eind 2014, en vooral sedert maart 2015, is de balans echter meer proactief ingezet om de monetairbeleidskoers bij te sturen, tegen de achtergrond van de afnemende financiële spanningen, de daling van de inflatie en van de inflatieverwachtingen, en gelet op de ondergrens die de basisrentetarieven hebben bereikt. Sinds maart 2015 worden immers elke maand voor een bedrag van € 60 miljard overheidsobligaties, ABS en covered bonds op de markten aangekocht. Die aankopen worden normaliter voortgezet tot september 2016 en in elk geval tot de Raad van Bestuur de inflatie duurzaam ziet veranderen, in overeenstemming met zijn doelstelling. Dit onderstreept de vastberadenheid van het Eurosysteem om zijn doelstelling koste wat het kost te bereiken.

De Japanse ervaring lijkt te suggereren dat het uitblijven van een snelle en kordate reactie later extreme maatregelen vereist om de inflatieverwachtingen opnieuw op het juiste spoor te krijgen. Dat blijkt uit de groei van de balans van de Bank of Japan, die de afgelopen periode bijna 70% bbp uitmaakte. Ook de ervaring van de Verenigde Staten, waar – nog vóór de vaststelling van de ontankering van de inflatieverwachtingen – snel doortastende monetairbeleidsmaatregelen werden genomen, maar waar de aankopen van activa werden stopgezet en waar de rente in de nabije toekomst zou kunnen worden verhoogd, illustreert het belang van snel en krachtig optreden. Het huidige beleid van de ECB lijkt in dat opzicht een combinatie van preventie en herstel: de inflatieverwachtingen op lange termijn zijn licht gedaald, maar niet in dezelfde mate als in Japan.

GRAFIEK 10 BBP-DEFLATOR

(gecumuleerd verschil t.o.v. het gemiddelde van het eurogebied sinds 1999)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

De kosten van deflatie zijn afhankelijk van de kenmerken van de economie

Hoewel Japan terechtgekomen is in een lange periode van deflatie, is er nooit sprake geweest van een deflatoire spiraal. De werkloosheidsgraad van het land is overigens laag gebleven – althans in vergelijking met de Europese niveaus – en de resultaten inzake het bbp per hoofd van de bevolking zijn sedert de jaren 2000 vergelijkbaar met, of zelfs beter dan, die van het eurogebied of de Verenigde Staten. Een en ander lijkt erop te wijzen dat een periode van geringe inflatie of van deflatie niet noodzakelijk gepaard gaat met hoge reële kosten (zie ook Borio et al., 2015). Deze vaststelling spoort met de idee dat de monetaire variabelen (geldhoeveelheid, nominale rente) op lange termijn neutraal zijn en dat de reële variabelen worden bepaald door reële factoren (zoals de voorkeuren van de economische subjecten, de totale factorproductiviteit, of nog, de bevolkingsgroei).

Hoewel de monetaire variabelen op lange termijn neutraal zouden zijn, wordt tegenwoordig algemeen aangenomen dat ze op kortere termijn wel degelijk reële effecten sorteren. Dat heeft te maken met het feit dat een groot aantal prijzen in de economie (van producten en diensten, maar ook van arbeid of van de schuld) voor een vrij lange periode in nominale termen worden vastgesteld. Schokken die het algemeen prijspeil beïnvloeden, kunnen aldus leiden

tot ongewenste (want inefficiënte) veranderingen in de relatieve prijzen van afzonderlijke producten en diensten, van arbeid, of nog, van de nominale schuld.

De effectieve impact van deze schokken hangt dus af van de flexibiliteit van de nominale variabelen in de economie: hoe flexibeler de prijzen en de nominale lonen, en hoe groter de variatiemarge van de nominale rentetarieven om te reageren op schokken, hoe geringer het effect van een wijziging in het algemene prijspeil op de reële variabelen (NBB, 2015, p. 67-69). Dit is een cruciaal gegeven bij de beoordeling van de mogelijke gevolgen van een onvoorziene periode van desinflatie.

Inzake nominale lonen lijkt het institutioneel kader van de loonvorming in Japan meer flexibiliteit te bieden dan dat van het eurogebied (Du Caju et al., 2009). Zo hebben de lonen in Japan vanaf 1998 een vrij grote neerwaartse flexibiliteit laten optekenen, terwijl ze in het eurogebied nog steeds relatief rigide blijken in neerwaartse zin, ondanks de huidige omgeving van lage inflatie (IMF, 2014). Dat is vooral het geval in een aantal door de crisis zwaar getroffen landen, zoals Spanje, hoewel sommige landen zoals Ierland het in dat vlak beter doen. In overeenstemming daarmee, wijst onderzoek van de ECB uit dat de ondernemingen van het eurogebied tijdens de grote recessie terughoudend bleven tegenover loonsverlagingen en veeleer de voorkeur gaven aan een vermindering van de arbeidskrachten (Fabiani et al., 2015). Dit komt erop neer dat de reële aan desinflatie of deflatie verbonden kosten – vooral wat de stijging van de werkloosheid betreft – in het eurogebied hoger zouden zijn dan in Japan.

De neerwaartse nominale loonrigiditeit in het eurogebied heeft bovendien nog andere gevolgen. Afgemeten aan het verloop van de relatieve prijzen, is het concurrentievermogen van heel wat landen vóór de crisis snel en soms sterk verslechterd. Tegen de achtergrond van een monetaire unie moeten deze economieën thans hun relatieve nominale prijzen en lonen neerwaarts bijstellen om het tij te doen keren. Ze krijgen daarbij echter af te rekenen met de neerwaartse nominale rigiditeiten van die variabelen. Blijft ook de inflatie in de andere landen gering, dan bestaat het gevaar dat de aanpassingen erg traag verlopen. Een snel herstel van het concurrentievermogen van de landen die hun relatieve prijzen en lonen vóór de crisis buitensporig zagen toenemen, zou nog worden versterkt als de andere landen een hoger inflatiepeil laten optekenen, terwijl de gemiddelde inflatie in het eurogebied evenwel in de buurt van 2% blijft noteren. Op die manier moet een positief inflatiepeil in de buurt van de doelstelling van de ECB de goede werking van de Economische en Monetaire Unie bevorderen, aangezien het de onevenwichtigheden mee helpt corrigeren. Daarnaast moet het

een rol spelen in de beheersing van de schuldenlast. In dat verband zij opgemerkt dat de hoge externe schuld van verscheidene landen uit het eurogebied ook betekent dat een periode van geringe inflatie in het eurogebied in reële termen een zwaardere impact zou hebben dan in Japan, dat ten opzichte van het buitenland een nettocrediteurpositie inneemt. Dat geldt in het bijzonder voor de landen met de zwaarste schuld, die het meest behoefte hebben aan een neerwaartse bijstelling van hun relatieve prijzen en lonen. De recentelijk vrij nauwe band tussen de netto internationale investeringspositie en het verloop van de onderliggende inflatie van de landen van het eurogebied (zie grafiek 11) illustreert de aan de gang zijnde aanpassingen. Hoe meer de landen die hun concurrentievermogen moeten herstellen gedwongen worden hun lonen en prijzen neerwaarts bij te stellen, hoe sterker de reële waarde van hun schuld doorgaans toeneemt en hoe groter het risico wordt dat de daling van de relatieve prijzen negatieve reële effecten sorteert.

Snel en gecoördineerd reageren via het vraag- en aanbodbeleid

De Japanse ervaring toont aan dat, in geval van een balansrecessie, een snelle, gecoördineerde en volgehouden beleidsreactie wenselijk is. Bovendien moeten blijkbaar alle domeinen van het economisch beleid – monetair beleid, begrotingsbeleid en structurele hervormingen – geactiveerd worden om zowel het aanbod als de

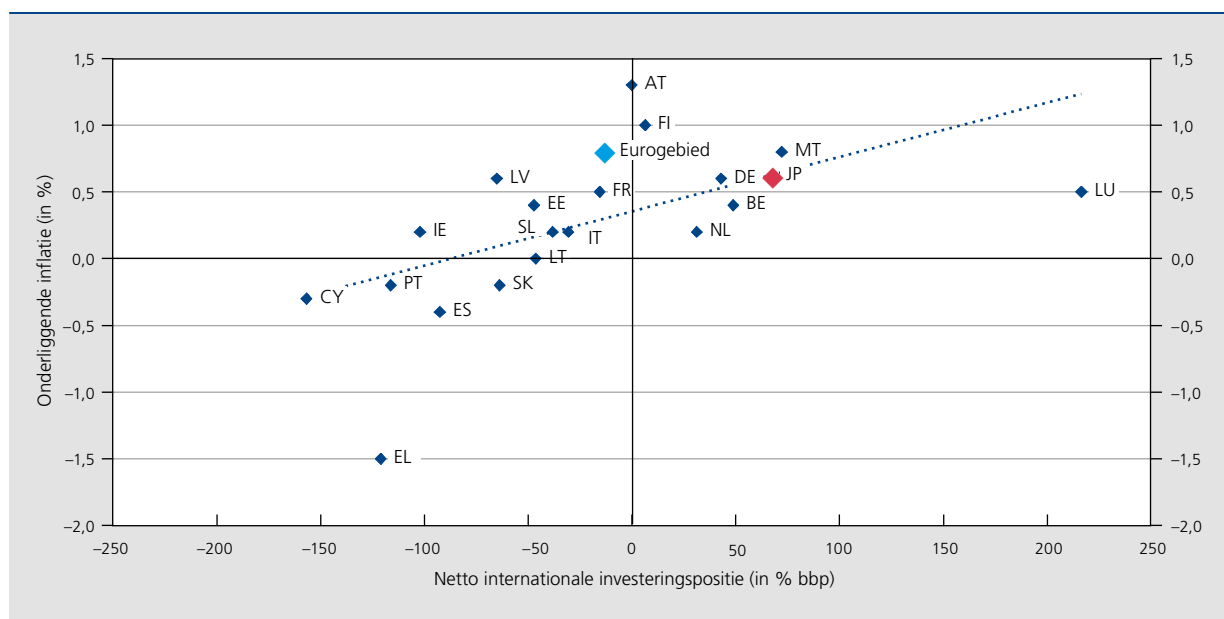
geaggregeerde vraag te versterken. Gelet op de potentiële hoge reële kosten die in het eurogebied gepaard gaan met een periode van lage inflatie of van deflatie, zijn deze bevindingen hier nog meer van toepassing.

Vraagbeleid

Om een expansief vraagbeleid te kunnen voeren, moet het monetair beleid ondersteund worden door een passende begrotingskoers. Gelet op het bodempeil dat de basisrentetarieven hebben bereikt, de uitvoering van een uitgebreid programma voor de aankoop van activa en de andere reeds genomen niet-conventionele maatregelen, is de bewegingsruimte van het monetair beleid in het eurogebied de afgelopen tijd sterk verkleind. Tegen die achtergrond speelt het begrotingsbeleid een belangrijke rol. Het is essentieel – maar ook complex – om een passende koers te bepalen die de vereiste stimulering biedt, zonder de houdbaarheid van de overheidsschuld op termijn in gevaar te brengen. Daarbij rijst niet alleen de vraag of de nationale beleidsmaatregelen momenteel op het goede spoor zitten, maar ook of de geldende institutionele regels geschikt zijn om het begrotingsbeleid van het eurogebied als geheel in de juiste richting te sturen.

De behoefte aan een meer gecoördineerd macro-economisch beleid in het eurogebied – tussen het monetair en het budgettair beleid, maar ook tussen de landen onderling – wordt duidelijk aangetoond door het verloop,

GRAFIEK 11 NETTO INTERNATIONALE INVESTERINGSPOSITIE (NIIP) EN ONDERLIGGENDE INFLATIE
(NIIP in 2013 en gemiddelde van de onderliggende inflatie op jaarbasis sedert januari 2014)



Bronnen: Eurostat, Japan Ministry of Finance, Thomson Reuters Datastream, ECB.

tijdens de afgelopen jaren, van de financiële saldi van de diverse sectoren en landen van het eurogebied. Net zoals in Japan vanaf de jaren negentig, is het tekort van de private sector sedert de crisis van 2008 omgeslagen in een overschot, terwijl het deficit van de overheidssector duidelijk is toegenomen. Een groot verschil met de ontwikkelingen in Japan is echter de forse inkrimping van de negatieve financiële saldi van de overheden tegen de achtergrond van de overheidsschuldencrisis. Door dit proces van begrotingsconsolidatie, in combinatie met een nog steeds groot overschot van de private sector, is het eurogebied als geheel een nettospaarder geworden. Dat drukt de binnenlandse vraag en, derhalve, de inflatie. Het spaaroverschot dat in het eurogebied is ontstaan, is hoofdzakelijk toe te schrijven aan de landen met een tekort, die zich verplicht zagen hun externe financieringsbehoeften bruusk terug te schroeven. De meeste landen met een overschot hebben hun surplus dan weer behouden. Deze sterk asymmetrische aanpassing heeft de binnenlandse vraag gedrukt.

Er zij opgemerkt dat structurele hervormingen doorgaans weliswaar worden beschouwd als maatregelen die gericht zijn op de aanbodzijde van de economie, maar dat ze ook een rol kunnen spelen in de ondersteuning van de vraag. Dat geldt vooral als ze de investeringen bevorderen, die zowel de vraag van vandaag als het aanbod van morgen

uitmaken. Meer indirect creëren ze vooruitzichten op een stijging van de inkomens, die eveneens de vraag ondersteunen.

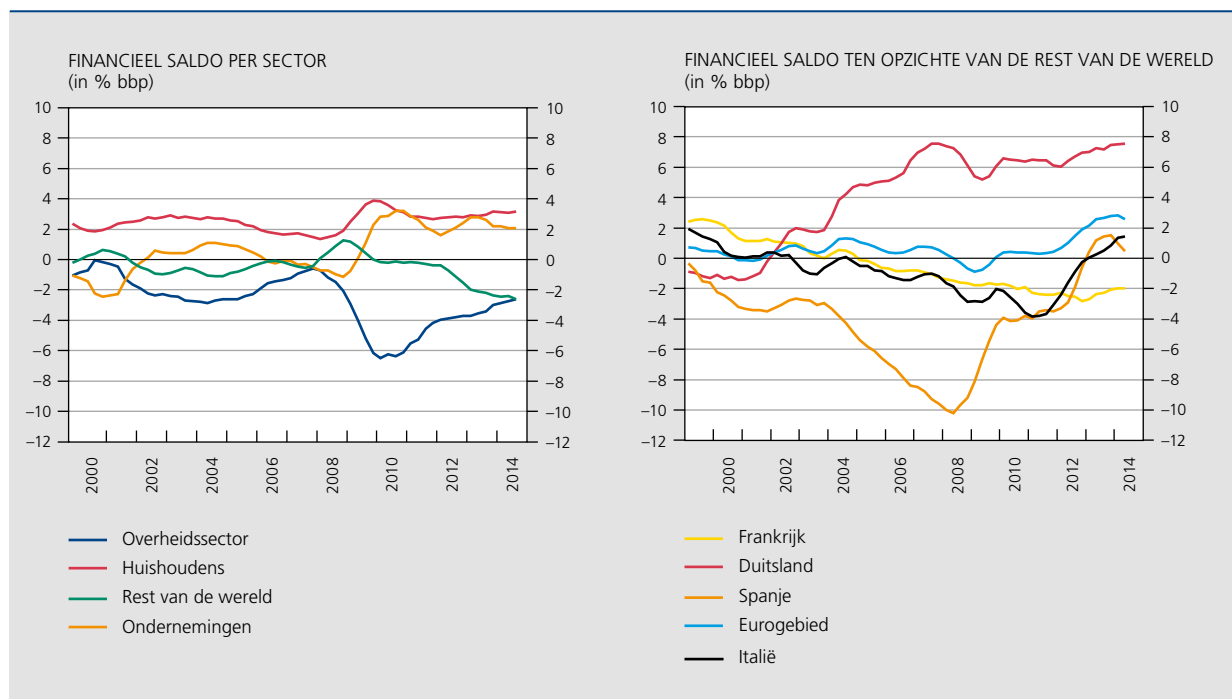
Aanbodbeleid

Bovenop de tijdelijke ondersteuning van de geaggregeerde vraag, moeten ook aan de aanbodzijde structurele hervormingen ten uitvoer worden gelegd om uit een crisissituatie te geraken en het groeipotentieel op lange termijn te handhaven.

Deze hervormingen hebben betrekking op de arbeids- en productmarkten en omvatten maatregelen die bijdragen tot een ondernemingsvriendelijker klimaat. Via een verhoging van de flexibiliteit moeten ze een optimale allocatie en aanwending van de productiefactoren bevorderen. Daarnaast moeten ze een antwoord bieden op structurele ontwikkelingen, zoals de vergrijzing van de bevolking.

Sommige hervormingen kunnen op korte termijn de inflatie neerwaarts beïnvloeden en de reële rente doen stijgen, wat de groei afremt. In combinatie met een vraagbeleid, zou het effect van een verwachte stijging van de toekomstige inkomens logischerwijs de deflatoire kortetermijneffecten moeten compenseren en zodoende het herstel ondersteunen. Dit onderstreept overigens het belang van

GRAFIEK 12 FINANCIËLE SALDI IN HET EUROGEBIED



Bron: OESO.

een passend vraagbeleid en van de keuze inzake de ten uitvoer gelegde structurele hervormingen.

De veroudering van de bevolking, die weliswaar minder ver gevorderd is dan in Japan, tekent zich ook in het eurogebied af. Dat maakt het des te noodzakelijker hervormingen te implementeren om de arbeidsmarktparticipatie, de werkgelegenheidsgraad en de productiviteit te verhogen teneinde de levensstandaard op peil te houden en de schuld houdbaar te maken. Een toename van de productiviteit, met een stijging van de reële evenwichtsrente tot gevolg, beschermt bovendien tegen het hierboven beschreven gevaar van seculaire stagnatie.

Bepaalde tekenen wijzen erop dat de sedert het begin van de crisis ten uitvoer gelegde structurele hervormingen in het eurogebied reeds vruchten afwerpen. De lonen en de prijzen zijn blijkbaar flexibeler, wat een efficiëntere allocatie van middelen bevordert, terwijl in enkele landen kennelijk gunstige effecten op de productiviteit zijn opgetekend (ECB, 2015). Over het algemeen, ten slotte, laten landen die hervormingen ten uitvoer hebben gelegd, doorgaans betere uitvoerresultaten optekenen. Ondanks de aanzienlijke sedert 2008 geboekte vooruitgang – vooral in de landen die het zwaarst door de crisis werden getroffen – lijkt de progressiemarge nog groot, met aanzienlijke verschillen van het ene land tot het andere.

Conclusie

Als gevolg van het uiteenspatten van een aanzienlijke financiële en vastgoedzeepbel aan het begin van de jaren negentig, kreeg de Japanse economie af te rekenen met een balansrecessie en een bankcrisis. De balansrecessie werd vooral gekenmerkt door het toegenomen spaargedrag van de ondernemingen, waarbij voorrang werd verleend aan de terugbetaling van schulden boven investeringsuitgaven. Zulks vergde een expansief beleid van de overheid om de geaggregeerde vraag te ondersteunen. Hoewel reeds latent aanwezig, kwam de bankcrisis pas echt tot uiting in 1997, tegen de achtergrond van de Azië-crisis. Deze laatste deed verscheidene belangrijke financiële instellingen over de kop gaan, verplichtte problemleningen die reeds geruime tijd op de reële economie wogen, te erkennen en leidde tot de herkapitalisatie van de banksector door de overheid.

Tegen de achtergrond van die zware negatieve schokken, vertoonde de Japanse economie aan het begin van de jaren negentig een geleidelijke desinflatie, gevolgd door een aanhoudende deflatie vanaf het midden van dat decennium. Die ontwikkelingen waren voornamelijk toe te schrijven aan een daling van de inflatieverwachtingen en

aan een negatieve output gap. De eerste factor viel vooral te verklaren door een ontoereikende vastberadenheid en geloofwaardigheid van de Bank of Japan inzake deflatiebestrijding. De tweede factor kan dan weer worden toegeschreven aan de talrijke negatieve schokken waarmee de Japanse economie af te rekenen kreeg, alsook aan de daling van de reële evenwichtsrente die het vermogen tot stabilisatie van het monetair beleid des te meer aantastte naarmate de inflatieverwachtingen daalden.

Hoewel de deflatie in Japan kennelijk algemeen en onverwacht was, bleef ze gematigd, zij het dat ze lang aansleepte. Daarom kan worden aangevoerd dat de economie van het land van het begin van de jaren negentig tot het begin van de jaren 2000 in feite naar een nieuw evenwicht is geëvolueerd. Bij dat nieuwe evenwicht zou de nominale rente dicht bij nul liggen en zou de inflatie negatief zijn, maar het reële groeitempo zou, net zoals eerder het geval was, overeenstemmen met zijn potentieel niveau. Een en ander wordt gestaafd door de analyse van de reële groei per hoofd van de bevolking en per persoon op arbeidsleeftijd, waaruit blijkt dat Japan sinds de jaren 2000 in vergelijking met het eurogebied en de Verenigde Staten veeleer goede resultaten kan voorleggen. In dat opzicht moet de omschrijving ‘verloren decennium’ waarmee de jaren negentig worden aangeduid, enigszins worden gerelativeerd; voor de jaren 2000 gaat ze al helemaal niet op. Hoewel de Japanse economie in haar evenwichtstempo lijkt te groeien, is haar nieuw bereikte evenwicht echter niet volledig vrij van potentiële kosten. Het deflatoire aspect waardoor ze wordt gekenmerkt, beperkt immers het vermogen van de centrale bank om de economische bedrijvigheid bij een negatieve schok te ondersteunen en verhoogt derhalve het risico op een seculaire stagnatie.

Vandaar dat het in april 2013 ingevoerde economisch programma, Abenomics genaamd, precies een einde beoogt te maken aan de in Japan opgetekende lange periode van deflatie, de economie van het land te stimuleren en de overheidsschuld op lange termijn houdbaar te maken. Het programma berust op drie pijlers: een expansief monetair beleid, een groei-ondersteunende begrotingspolitiek op korte termijn, die evenwel mikt op een consolidatie op langere termijn, en ingrijpende structurele hervormingen. Deze laatste pijler is meer bepaald cruciaal om de Japanse economie in staat te stellen naar een hoger groeipotentieel te evolueren.

Al met al kunnen uit de Japanse ervaring van de afgelopen 25 jaar voor het eurogebied drie belangrijke lessen worden getrokken: in de eerste plaats moeten financiële crisissen veeleer worden voorkomen dan genezen. Hoewel die bevinding vandaag vanzelfsprekend lijkt, lijkt

de grote recessie te suggereren dat de beleidsmakers tot voor kort de gebeurtenissen in Japan onvoldoende hadden begrepen. De sanering van de banksector na de crisis vond in het eurogebied echter sneller plaats dan in Japan. Ten tweede is het van fundamenteel belang de inflatieverwachtingen stevig te verankeren. Zodra deflatie deel uitmaakt van het DNA van de economie, valt ze moeilijk te bestrijden en de inflatieverwachtingen opnieuw op het juiste spoor krijgen, vergt extreme maatregelen. Ten derde is het zaak snel en gecoördineerd op een balansrecessie te reageren om het effect van de genomen maatregelen te maximaliseren en de nodige aanpassingen te bewerkstelligen. Alle macro-economische beleidsinstrumenten

moeten overigens worden aangegrepen om zowel de aanbodzijde als de vraagzijde van de economie te ondersteunen. Tot slot toont de Japanse realiteit aan dat het aan deflatie verbonden prijskaartje afhankelijk is van de kenmerken van een economie en meer bepaald van haar nominale flexibiliteit. Aangezien deze laatste in het eurogebied kennelijk minder groot is en het verlies van het wisselkoersinstrument relatieve aanpassingen van de binnenlandse prijzen vergt om het verlies aan concurrentievermogen goed te maken, dreigen de aan deflatie verbonden kosten hoger uit te komen. De noodzaak om elk deflatierisico in het eurogebied af te wenden, wordt er alleen maar urgenter door.

Bibliografie

- Aoyagi C., G. Ganelli en K. Murayama (2015), *How inclusive is Abenomics?*, IMF, Working Paper 54.
- NBB (2015), Verslag 2014.
- Borio C., M. Erdem, A. Filardo en B. Hofmann (2015), 'The costs of deflations: a historical perspective', *BIS Quarterly Review*, March.
- Bullard J. (2010), 'Seven Faces of the Peril' ', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 92(5), 339–352, September/October.
- Caballero R., T. Hoshi en A. Kashyap (2008), 'Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan', *American Economic Review*, 98(5), 1943-1977.
- Du Caju Ph., E. Gautier, D. Momferatou en M. Ward-Warmedinge (2008), *Institutional features of wage bargaining in 23 European countries, the US and Japan*, NBB, Working Paper 154.
- ECB (2015), 'Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts', *Economic Bulletin*, 2/2015, 59–71.
- European Business Council in Japan (2014), *The Japanese Market: Why is it difficult? What suppresses FDI?*.
- Fabiani S., A. Lamo, J. Messina en T. Rødm (2015), *European firm adjustment during times of economic crisis*, ECB, Working Paper 1778.
- Fisher I. (1933), 'The debt-deflation theory of great depressions', *Econometrica*, 1, 337–57.
- Fuchi H., I. Muto en H. Ugai (2005), *A Historical Evaluation of Financial Accelerator Effects in Japan's Economy*, Bank of Japan, Working Paper 05-E-8.
- Gali J. (2008), *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework*, Princeton University Press.
- Hayami M. (2000), *Price Stability and Monetary Policy*, Lecture at the Research Institute of Japan, Tokyo, 21 March.
- Horioka C., T. Nomoto en E. Terada-Hagiwara (2013), *Why has Japan's Massive Government Debt not Wreaked Havoc (Yet)?*, NBER, Working Paper 19596.
- Hoshi T. en A. Kashyap (2013), *Will the U.S. and Europe Avoid a Lost Decade? Lessons from Japan's Post Crisis Experience*, Paper presented at the 14th Jacques Polak Annual Research Conference, November.
- Hoshi T. en T. Ito (2014), 'Defying gravity: can Japanese sovereign debt continue to increase without a crisis?' *CEPR Economic Policy*, 7–44, January.
- Ikeda D. en M. Saito (2012), *The effect of demographic changes on the real interest rate in Japan*, Bank of Japan, Working Paper 12-E-3, February.
- IMF (2003), *Japan: Financial System Stability Assessment*, Supplementary Information.
- IMF (2014), *Euro area: 'Deflation' versus 'Lowflation'* (<http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/04/euro-area-deflation-versus-lowflation>).

- Ito T. (2004), *Inflation targeting and Japan: why has the Bank of Japan not adopted inflation targeting?*, NBER, Working Paper 10818, October.
- Ito T. en F. Mishkin (2006), 'Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem', *Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim*, NBER-East Asia Seminar on Economics, Vol. 15, 131-202.
- Kamada K. en N. Hirakata (2002), *Import Penetration and Consumer Prices*, Bank of Japan, Research and Statistics Department Working Paper 02-1.
- Kang J.S. (2014), *Balance sheet repair and corporate investment in Japan*, IMF, Working Paper 141.
- Koo R. (2009), *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession, Revised Edition*, John Wiley and Sons (Asia) Pte. Ltd. Singapore, July.
- Koo R. (2013), *Central Banks in Balance Sheet Recessions: a Search for Correct Response*, Nomura Research Institute, March.
- Kuroda S. en I. Yamamoto (2014), 'Is Downward Wage Flexibility the Primary Factor of Japan's Prolonged Deflation?', *Asian Economic Policy Review*, Japan Center for Economic Research, 9(1), 143–158.
- Lipton D. (2014), *From Deflation to Reflation? Japan's New Monetary Policy Framework, Effectiveness, and Broad Lessons*, Lecture at the Bank of Japan, May.
- Matsubayashi Y. (2015), *The effort to stabilise the financial system in Japan: an outline and the characteristics of the programme for financial revival*, Bruegel, Working Paper 2, March.
- Muto I. (2006), *Can the New Keynesian Phillips Curve explain Japanese inflation dynamics? A labor share correction approach*, Institute for monetary and economic studies, Bank of Japan, Discussion paper E-25.
- Nakaso H. (2014), *The Conquest of Japanese Deflation: Interim Report, Remarks at the Athens Symposium on Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth*, June.
- Nelson B. en M. Tanaka (2014), 'Dealing with a banking crisis: what lessons can be learned from Japan's experience?', Bank of England, *Quarterly Bulletin* (1), 36–48.
- Nishizaki K., T. Sekine en Y. Ueno (2014), 'Chronic Deflation in Japan', *Asian Economic Policy Review* (9), 20–39.
- OECD (2015), *OECD Economic Surveys: Japan*.
- Reinhart C. en K. Rogoff (2014), 'This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises', *Annals of Economics and Finance, Society for AEF*, 15(2), 1065–1188, November.
- Sanchez A.D. (2006), *A new Keynesian Phillips curve for Japan*, Paper presented at the Seminar series of the FDIC's Center for Financial Research, 29 June.
- Taylor A. (2015), *Credit, Financial Stability, and the Macroeconomy*, NBER, Working Paper 21039.
- Watanabe T. (2012), *Long-Lasting Deflation under the Zero Interest Rate Environment*, Paper presented at the conference on Price Developments in Japan and Their Backgrounds: Experiences Since the 1990s, November 24, 2011, Bank of Japan, Working Paper 12-J-3, in Japanese.

Summaries of articles

Economic projections for Belgium – Spring 2015

The article presents the new macroeconomic projections for Belgium for the 2015-2017 period, drawn up by the Bank as part of the Eurosystem forecasting exercises.

In the euro area, the recovery underway is currently enjoying strong tailwinds: the sharp drop in oil prices, the depreciation of the euro and the low level of interest rates are all strong drivers of demand, in a context of less restrictive fiscal policies. According to the Eurosystem projections, real GDP in the euro area should rise by 1.5% in 2015, before climbing to approximately 2% in 2016-2017. As for Belgium, the economic recovery should continue at a relatively moderate pace, with GDP growing by 1.2% in 2015, before strengthening to 1.5% in 2016 and 1.7% in 2017. The pick-up in growth can be mainly traced back to rising net exports that are in turn partly due to the improvement in cost competitiveness of Belgian firms.

The economic upturn and the moderate rise in wage costs will help support net job creations which are expected to reach a cumulative figure of 94 000 units over the period from 2015 to 2017, with the unemployment rate dropping below the 8% mark in 2017.

Inflation, which has been heavily influenced by the fall in energy prices, should remain very low in 2015, at 0.6%, before rising to 1.5% in 2016 and 2017. Under the impact of competitiveness-boosting measures and rising productivity, unit labour costs in the private sector should remain very weak, which would in turn put some brake on underlying inflation developments at least until 2016.

Taking account of only those fiscal measures announced by the federal government and the federated entities, subject to the guidelines for the Eurosystem projection exercises, the budget deficit should come down over the forecasting horizon, falling back to 2.0% in 2017. The public debt is forecast to remain around 107% of GDP throughout the projection period.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

The relationship between economic growth and employment

The article finds that productivity in Belgium has tended to slow down over the past three decades. After controlling for that fundamental tendency, the relationship between persons in employment and economic activity appears generally stable over time throughout the business cycle and

is generally unaffected by recessions. In Belgium in particular, in terms of deviation from their respective trends, a 1 % rise in GDP brings a 0.5 % increase in employment. That figure is in line with the European average.

The downward trend in productivity is accompanied by a shift to the tertiary sector of the economy. That is also one of the factors behind the decline in average working time. Although the relationship between employment and GDP is very stable throughout the business cycle, the recent financial crisis differs from previous recessions in a general tendency to protect jobs at first, in all twelve economies studied in the article. However, that soon came to an end and the situation returned to normal; if employment is struggling to pick up, that is essentially because of the weakness of the economic recovery. Finally, it is very clear that firms initially respond to fluctuations in the economy by adjusting the hours worked. In Belgium, the elasticity of those hours to economic activity is about 50 % greater than the elasticity of the number of persons employed in all sectors sensitive to the business cycle.

JEL codes: E20, E24, E32, J20, J23

Key words: employment, hours worked, labour productivity, business cycle, labour market, Okun's law

Decomposition of the dynamics of sovereign spreads in the euro area

The article analyses developments in euro area sovereign bond markets observed during the financial and sovereign debt crises. Not only governments, but also banks, households and non-financial corporations were affected by the sovereign debt crisis. Regarding the private non financial sector in particular, the increased sovereign risk premiums resulted in temporarily higher bank lending margins from 2009 onwards in Belgium, Italy and Spain. By resorting to a macrofinancial modelling approach to decompose these sovereign risk premiums, it appears that fundamental economic shocks are the main drivers of sovereign premiums, although non fundamental shocks were particularly large during the sovereign debt crisis and stemmed mainly from redenomination risk. The significance of non-fundamental components of sovereign premiums nevertheless seemed to have dropped to very low levels by the beginning of 2015, partly due to the (unconventional) monetary policy measures adopted by the ECB (e.g. the announcement of the OMT programme and the expanded APP). However, sovereign premiums are still significant in the euro area periphery (notably in Italy and Spain) and seem to be explained largely by fundamental factors.

JEL codes: E43, E44, G12

Key words: Sovereign yields, spreads, decomposition, fundamental, non fundamental

Analysis of policies restructuring Belgian public finances

The article compares the fiscal consolidation effort currently being made in Belgium with two other periods of consolidation: the first in the 1980s and a second one in the 1990s. In the first part, the periods of budget restructuring are determined on the basis of changes in the structural financing balance. The second part compares the economic and politico-institutional context in which fiscal consolidation measures were adopted. The third part gives a brief overview of the main measures. The fourth part takes a closer look at the various instruments used for implementing the fiscal consolidation policy and describes the impact they have had. The fifth part explains the consequences of budget restructuring policies on public debt and on interest rates.

The first period, which started in 1982 and lasted until 1987, is noteworthy for having begun at a time of recession and major imbalances in the Belgian economy, including a substantial government borrowing requirement. The rigorous restructuring effort made at the time was based on deep cuts

in public expenditure and a limited increase in government revenues. The second period, which ran from 1993 to 1998, also started with a recession. The consolidation that took place during this period was achieved mainly through an increase in revenues, but also helped by a reduction in interest charges. The third consolidation period came in the wake of the economic and financial crisis and began back in 2011. This consolidation period was initially characterised by an increase in government revenues, but since 2015 the emphasis has shifted onto cutting expenditure. Moreover, interest charges have continued to shrink thanks to the fall in interest rates.

The analysis of the restructuring policies followed since the early 1980s shows that fiscal consolidations have always begun in periods of low economic activity. Likewise, they are always accompanied by structural reforms. Competitiveness has thus recovered and employment has been boosted. Particular attention has also been paid to the financial sustainability of the social security system, not least through the adoption of pension reforms.

As regards the current consolidation period, the major restructuring efforts underway are still relatively limited compared with efforts made during the previous two restructuring periods. However, the present fiscal consolidation programme is taking place in more difficult conditions, taking account of lower potential growth, high fiscal and parafiscal pressure, low public sector investment and rising costs of population ageing. So, extra measures still need to be taken as part of the ongoing fiscal consolidation in order to restore a structural budget balance.

JEL codes: H20, H50, H60, H62, H63

Key words: public finance, fiscal consolidation, Belgium

Deflation in Japan, Abenomics and lessons for the euro area

The article takes as its starting point the similarities between the current situation in the euro area and that prevailing in Japan for the last two decades, namely slow economic growth and low – or even negative – inflation.

Owing to the fact that Japan's deflation, although persistent, has remained moderate and the economy has not fallen into a deflationary spiral, it can actually be argued that the Japanese economy shifted to a new equilibrium situation between the early 1990s and the beginning of the 2000s. In this new equilibrium, the nominal interest rate is close to its zero lower bound and inflation negative, but, just like before, the real growth rate is around its potential level. Yet it seems that this new equilibrium is not without costs. A deflationary regime like Japan's effectively reduces the central bank's capacity to support economic activity in the event of an adverse shock and thus increases the risk of secular stagnation. Taking this into account, the so-called 'Abenomics' economic programme introduced in April 2013 is aimed precisely at putting an end to the long period of deflation that Japan has gone through and at stimulating the economy while ensuring the long-term sustainability of the country's public debt.

Three major lessons can be drawn from the Japanese experience over the last 25 years. First of all, prevention is better than cure when it comes to financial crises. Secondly, it is crucial to keep inflation expectations firmly anchored. Thirdly, it is important to react to a balance-sheet recession in a prompt and well-coordinated way, so as to maximise the impact of the measures adopted and to facilitate the adjustments that must be made. Moreover, all areas of macroeconomic policy should be brought into play to support both the supply and demand sides. Lastly, events in Japan show that the costs of deflation depend very much on the specific features of an economy, and more specifically on its nominal flexibility.

JEL codes: E65, E58

Key words: Japan, euro area, deflation, crisis, Abenomics

Abstracts from the Working Papers series

275. Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies, by J. Boeckx, M. Dossche, G. Peersman, December 2014

The authors estimate the effects of exogenous innovations to the balance sheet of the ECB since the start of the financial crisis within a structural VAR framework. An expansionary balance sheet shock stimulates bank lending, stabilizes financial markets, and has a positive impact on economic activity and prices. The effects on bank lending and output turn out to be smaller in the member countries that have been more affected by the financial crisis, in particular those countries where the banking system is less well-capitalized.

276. How do exporters react to changes in cost competitiveness?, by S. Decramer, C. Fuss, J. Konings, January 2015

Policy-making institutions such as the European Commission, the ECB and the OECD often use unit labor costs as a measure of international competitiveness. The goal of the paper is to examine how well this measure is related to international export performance at the firm level. To this end, the authors use Belgian firm-level data for the period 1999-2010 to analyze the impact of unit labor costs on exports. They use exports adjusted for their import content. They find a statistically significant negative effect of unit labor costs on export performance of firms with an estimated elasticity of the intensive margin of exports ranging between -0.2 and -0.4. This result is robust to various specifications, including firm, time and sector fixed effects and estimation approaches. This elasticity varies between sectors and between firms, with firms that are more labor-intensive having a higher elasticity of exports with respect to unit labor costs. The micro data also enable to analyze the impact of unit labor costs on the extensive margin. The results show that higher unit labor costs reduce the probability of starting to export for non-exporters and increase the probability of exporters stopping. While they results show that unit labor costs have an impact on the intensive margin and extensive margin of firm-level exports, the effect is rather low, suggesting that passthrough of costs into prices is limited or that demand for exported products is not elastic. The latter is consistent with recent trade models emphasizing that not only relative costs, but also demand factors such as quality and taste matter for explaining firm-level exports.

277. [Optimal monetary policy response to endogenous oil price fluctuations](#), by A. Stevens, January 2015

Should the central bank seek to identify the underlying causes of oil price hikes in determining appropriate policy responses to them? Most likely not. Within a calibrated new-Keynesian model of Oil-Importing and Oil-Producing Countries, the author derives the Ramsey policy and analyze optimal monetary policy responses to different sources of oil price fluctuations. He finds that oil-specific demand and supply shocks call for similar policy responses, given the low substitutability of oil in production and the incompleteness of international asset markets.

278. [Comparing fiscal multipliers across models and countries in Europe](#), by J. Kilponen, M. Pisani, S. Schmidt, V. Corbo, T. Hledik, J. Hollmayr, S. Hurtado, P. Júlio, D. Kulikov, M. Lemoine, M. Lozej, H. Lundvall, J. R. Maria, B. Micallef, D. Papageorgiou, J. Rysanek, D. Sideris, C. Thomas, G. de Walque, March 2015

The paper employs fifteen dynamic macroeconomic models maintained within the European System of Central Banks to assess the size of fiscal multipliers in European countries. Using a set of common simulations, the author consider transitory and permanent shocks to government expenditures and different taxes. They investigate how the baseline multipliers change when monetary policy is transitorily constrained by the zero nominal interest rate bound, certain crisis-related structural features of the economy such as the share of liquidity-constrained households change, and the endogenous fiscal rule that ensures fiscal sustainability in the long run is specified in terms of labour income taxes instead of lump-sum taxes.

279. [Assessing European competitiveness: The new CompNet micro-based database](#), by P. Lopez-Garcia, F. di Mauro, the CompNet Task Force, April 2015

Drawing from confidential firm-level balance sheets for 17 European countries (13 Euro-Area), the paper documents the newly expanded database of cross-country comparable competitiveness-related indicators built by the Competitiveness Research Network (CompNet). The new database provides information on the distribution of labour productivity, TFP, ULC or size of firms in detailed 2-digit industries but also within broad macro-sectors or considering the full economy. Most importantly, the expanded database includes detailed information on critical determinants of competitiveness such as the financial position of the firm, its exporting intensity, employment creation or price-cost margins. Both the distribution of all those variables, within each industry, but also their joint analysis with the productivity of the firm provides critical insights to both policymakers and researchers regarding aggregate trends dynamics. The current database comprises 17 EU countries, with information for 56 industries, including both manufacturing and services, over the period 1995-2012. The paper aims at analysing the structure and characteristics of this novel database, pointing out a number of results that are relevant to study productivity developments and its drivers. For instance, by using covariances between productivity and employment the paper shows that the drop in employment which occurred during the recent crisis appears to have had "cleansing effects" on EU economies, as it seems to have accelerated resource reallocation towards the most productive firms, particularly in economies under stress.

280. [FloGARCH: Realizing long memory and asymmetries in returns volatility](#), by H. Vander Elst, April 2015

The author introduces the class of FloGARCH models in this paper. FloGARCH models provide a parsimonious joint model for low frequency returns and realized measures and are sufficiently flexible to capture long memory as well as asymmetries related to leverage effects. He analyzes the

performances of the models in a realistic numerical study and on the basis of a data set composed of 65 equities. Using more than 10 years of high-frequency transactions, he documents significant statistical gains related to the FloGARCH models in terms of in-sample fit, out-of-sample fit and forecasting accuracy compared to classical and Realized GARCH models.

281. [Does Education Raise Productivity and Wages Equally? The Moderating Roles of Age, Gender and Industry](#), by F. Rycx, Y. Saks, I. Tojerow, April 2015

The labour market situation of low-educated people is particularly critical in most advanced economies, especially among youngsters and women. Policies aiming to increase their employability either try to foster their productivity and/or to decrease their wage cost. Yet, the evidence on the misalignment between education-induced productivity gains and corresponding wage cost differentials is surprisingly thin, inconclusive and subject to various econometric biases. The authors investigate this issue using rich Belgian linked employer-employee panel data for the period 1999-2010. Moreover, they provide first evidence on the moderating roles of age, gender and industry in the relationship between education, productivity and wage costs. Controlling for simultaneity issues, time-invariant workplace characteristics and dynamics in the adjustment process of dependent variables, findings support the existence of a 'wage-compression effect', i.e. a situation in which the distribution of wage costs is more compressed than the education-productivity profile. This effect, robust across industries, is found to disappear among older cohorts of workers and to be more pronounced among women than men. Overall, findings suggest that particular attention should be devoted to the productivity to wage cost ratio of low-educated workers, especially when they are young and female, but also to policies favouring gender equality in terms of remuneration and career advancement.

282. [Assessing European firms' exports and productivity distributions: The CompNet trade module](#), by A. Berthou, E. Dhyne, M. Bugamelli, AM. Cazacu, CV. Demian, P. Harasztosi, T. Lalinsky, J. Merikül, F. Oropallo, AC. Soares, May 2015

The paper provides a new cross-country evaluation of competitiveness, focusing on the linkages between productivity and export performance among European economies. The authors use the information compiled in the Trade module of CompNet to establish new stylized facts regarding the joint distributions of the firm-level exports performance and productivity in a panel of 15 countries, 23 manufacturing sectors during the 2000's. The authors confirm that exporters are more productive than nonexporters. However, this productivity premium is rising with the export experience of firms, with permanent exporters being much more productive than starters. At the intensive margin, they show that both the level and the growth of firm-level exports rise with firm productivity, and that the bulk of aggregate exports in each country are made by a small number of highly productive firms. Finally, they show that during the crisis, the growth of exports by high productive firms sustained the current account adjustment of European "stressed" economies. This last result confirms that the shape of the productivity distribution within each country can have important consequences from the point of view of the dynamics of aggregate trade patterns.

Conventionele tekens

%	procent
€	euro
\$	Amerikaanse dollar
cf.	confer
enz.	enzovoort
n.	niet beschikbaar
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
EU	Europese Unie
JP	Japan
VS	Verenigde Staten

Andere

ADS	Algemene Directie Statistiek
APP	Asset Purchase Programme
ASLK	Algemene Spaar- en Lijfrentekas
BBP	Bruto binnenlands product
BEF	Belgische frank
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BLS	Bank Lending Survey – Enquête naar de bancaire kredietverlening

BNP	Bruto nationaal product
BTW	Belasting over de toegevoegde waarde
CDS	Credit default swap
CPB	Centraal Planbureau (Nederland)
CPI	Consumptieprijsindex
EAK	Enquête naar de arbeidskrachten
EAPP	Extended Asset Purchase Programme
EBC	European Business Council
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
ECSR	Europees Comité voor Systeemrisico's
EFFS	Europese faciliteit voor financiële stabiliteit
EMS	Europees Monetair Stelsel
EMU	Economische en Monetaire Unie
ERM	Exchange Rate Mechanism
ESM	Europees stabiliteitsmechanisme
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
ETF	Exchange-traded funds
FOD	Federale overheidsdienst
FSO	Fonds voor de sluiting van ondernemingen
FPB	Federaal Planbureau
GIMV	Gewestelijke Investeringsmaatschappij voor Vlaanderen
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
HRF	Hoge Raad van Financiën
ICT	Informatie-en communicatietechnologie
IMD	Institute for Management Development
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de Nationale Rekeningen
IZW	Instelling zonder winstoogmerk
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMO	Kleine of middelgrote onderneming
M&A	Mergers and acquisitions
MFI	Monetaire financiële instelling
MIR	MFI-rentetarieven
NBB	Nationale Bank van België
NICP	Nationale consumptieprijsindex
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OIS	Overnight index swap
OMT	Outright monetaire transacties
OPEC	Organisatie van olie-exporterende landen
QEP	Quantitative Easing Policy
QQE	Qualitative and Quantitative Easing

RCC	Resolution and Collection Corporation
REIT	Real Estate Investment Trusts
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
SCAP	Supervisory Capital Assessment Program
S&P	Standard & Poor's
SPF	Survey of Professional Forecasters
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing operations
VAR	Vector-autoregressie
VIX	Volatility index
VLTRO	Very Long-Term Refinancing Operations
WIGW	Weduwen, Invaliden, Gepensioneerden en Wezen
ZIRP	Zero Interest Rate Policy

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 juni 2015

