

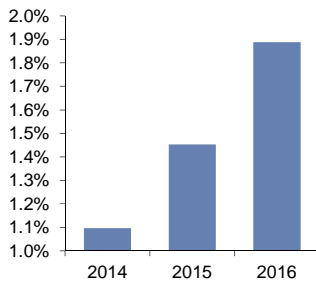
Nr. 2014 – 3

25 september 2014

ING Focus

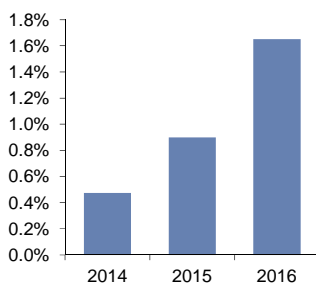
De duurzaamheid van de Belgische economie verzekeren

BBP groeiprognoses (% YoY)



Bron: ING

Inflatieprognoses



Bron: ING

Uit langetermijnprognoses (2014-2050) gemaakt met een model van de Belgische economie dat focust op de groei, de overheidsfinanciën en de arbeidsmarkt, blijkt:

- Onder normale voorwaarden is de sanering van de overheidsfinanciën tegen 2018 niet voldoende om hun stabiliteit op lange termijn te garanderen. Zonder enige andere inspanning, zal het begrotingstekort weer beginnen stijgen om op lange termijn op meer dan 7% van het BBP uit te komen.
- Een diepgaande sanering van de overheidsfinanciën die de schuldgraad op lange termijn op 60% van het BBP stabiliseert, zou na de initiële sanering tot 2018 vereisen dat de overheidsuitgaven niet sneller groeien dan het BBP +0,2 punt. Maar gezien de vergrijzingskost zou dit overeenkomen met een bijkomende structurele inspanning van 0,4% van het BBP, cumulatief voor elk jaar van de periode 2019-2039. In 2014 bedraagt dit 1,6 miljard euro. Het blijft een aanzienlijke uitdaging.
- Als de totale inspanning aan de inkomenszijde zou worden gedaan, en in het bijzonder op een belasting op het kapitaal, zouden bijkomende jaarlijkse belastinginkomsten nodig zijn ter hoogte van 4,7% van het BBP in de periode 2015-2050 om de schuldgraad op lange termijn op het huidige niveau te stabiliseren. In 2014 bedraagt dit meer dan 18 miljard euro, meer dan de helft van de vermogensinkomsten van huishoudens. Rekening houdend met het feit dat een dergelijke belasting bovenop de belasting op kapitaal via de vennootschapsbelasting en de huidige kapitaalsinkomsten (25%) komt, zou een dergelijke bijkomende belasting een snelle verdwijning van de belastingbasis veroorzaken, evenals een belangrijk verdringingseffect op de financiering van de Belgische economie.
- Een sterke actie van de ECB om de staatsschuld gedeeltelijk te monetariseren zou misschien wel helpen om de uitdagingen van de komende jaren het hoofd te bieden, meer bepaald door de financieringskost van de staat gedurende meerdere jaren laag te houden, maar zou onvoldoende zijn om de overheidsfinanciën op lange termijn te stabiliseren. Het monetair beleid kan de structurele inspanningen dus niet vervangen, te meer aangezien een dergelijk beleid ook een aantal onwenselijke effecten heeft.
- Deflatie zou een slechter scenario zijn, dat tot een explosie van de staatsschuld zou leiden, tot boven de 200% van het BBP tegen het einde van de periode.
- Positiever is dat een economisch beleid dat productiviteitswinsten van 0,1 pp per jaar beoogt over de voorspellingshorizon het zou toelaten om tegelijk de uitdagingen van de toekomst aan te pakken en de relatieve stabiliteit van de overheidsfinanciën te behouden. Het toont dat de aard van het voorziene schuldtraject (stabiel of instabiel) sterk afhangt van de gebruikte groeihipothese.
- Ook een proactieve politiek die de activiteitsgraad met 0,15 procentpunt per jaar zou verhogen, wat de Belgische activiteitsgraad tegen 2050 in het huidig Europees koppeloton zou brengen, zou voldoende zijn om de economie te stabiliseren. Dit is een piste die het waard is om verder verkend te worden, aangezien het economisch interessant en sociaal rechtvaardig lijkt.

Economic Research

Philippe Ledent

Senior Economist

Brussel + 32 2 547 31 61

Philippe.ledent@ing.be

De economische prognoses op lange termijn maken gebruik van een reeks hypothesen...

...maar zijn niet oninteressant om trajecten te testen.

Daarom werd een model van de Belgische economie gebouwd...

...om de trajecten veroorzaakt door verschillende beleidskeuzes te testen...

...het risico voor de stabiliteit van de economie te analyseren...

...en het debat te objectiveren

Op basis van een centraal scenario...

...worden 7 alternatieve scenario's getest

Hetgeen de incoherentie of de onzinnigheid van bepaalde trajecten blootlegt.

Voorbij de conjunctuur en een horizon van twee jaar wordt het moeilijk economische prognoses te maken. Over een korte tijdshorizon kan de ervaring van een conjunctuurspecialist het verschil maken, maar voor de prognoses op langere termijn moeten we afgaan op een reeks hypothesen en modellen. Toch blijven de resultaten daarvan onzeker en dienen ze eerder als bakens dan als nauwkeurige aanwijzingen. Maar een dergelijke oefening kan wel nodig blijken om het langetermijntraject van een economie na te gaan en/of de impact van het economisch beleid op dat traject te testen.

We ontwikkelden daarvoor een vrij eenvoudig model voor de Belgische economie, dat we in dit nummer van ING Focus voorstellen. Dat model, dat de periode 2014-2050 beslaat, steunt op drie pijlers waar we in kader 1 dieper op ingaan: de groei, de arbeidsmarkt en de overheidsfinanciën.

De ontwikkeling van dit model moet het mogelijk maken om de verschillende potentiële trajecten van de Belgische economie voor te stellen, weliswaar met het nodige voorbehoud. Dat is des te belangrijker omdat na de financiële crisis en het zwakke herstel een zeer geanimeerd debat is ontstaan over het te voeren economische beleid om de economische toestand te “verbeteren”. Dit model neemt in zekere zin deel aan het debat door een reeks macro-economische effecten van de verschillende voorgestelde beleidsmaatregelen in cijfers te vertalen. De hier voorgestelde oefening die in eerste instantie bedoeld is om het langetermijnrisico te analyseren, kan dus ook dienen om dit debat ietwat te objectiveren.

Daartoe is een eerste scenario ontwikkeld. Het volgt grotendeels de hypothesen van het Federaal Planbureau (FPB) en de Studiecommissie voor de Vergrijzing (SCVV), of toch die voor de demografie en de groei. We voegen er nog andere hypothesen aan toe, onder meer over het gedrag van de financiële markten tegenover de overheidsschuld. Dit scenario wordt voorgesteld in het eerste deel van de studie. Het is geen verrassing dat dit scenario niet stabiel is en uitmondt op een haast explosief schuldtraject.

Daarom wilden we een studie maken van de verschillende mogelijke economische beleidsmaatregelen om de economie en vooral de overheidsfinanciën te stabiliseren. We selecteerden daartoe zeven eenvoudige scenario's. Al die scenario's komen aan bod in het tweede deel van de studie.

Naast andere resultaten toont de oefening aan dat beleidsmaatregelen ter bevordering van de activiteitsgraad en productiviteitswinsten de beste remedie blijven tegen een explosief traject van de overheidsfinanciën. Er zijn andere mogelijkheden om de overheidsfinanciën te saneren, maar die kunnen een averechts effect hebben op de macro-economie, waarmee het huidige model geen rekening houdt.

Kader 1. Model van de Belgische economie

Het model bestaat uit twee prognoseblokken: op korte termijn (lopend jaar + twee jaar) komen de prognoses overeen met de maandelijkse en driemaandelijkse conjunctuuranalyse in het kader van de kortetermijnprognoses voor de Belgische economie. Op lange termijn (lopend jaar + drie jaar tot 2050) gaat het uitsluitend om jaarlijkse prognoses rond drie pijlers: de groei, de arbeidsmarkt en de overheidsfinanciën. Andere bijkomende parameters zijn bovendien opgenomen in specifieke hypothesen.

Groei:

- De groei wordt enerzijds bepaald door een hypothese over de productiviteitswinsten in de economie. De productiviteitswinsten kunnen dus worden gewijzigd om verschillende simulaties te maken. Anderzijds wordt de verwachte werkgelegenheid, die endogeen is aan het model (zie verder), toegevoegd aan de productiviteitswinsten.
- De nominale groei van het BBP is de optelsom van de reële groei zoals hierboven bepaald en de BBP-deflator (die op lange termijn gelijk is aan inflatie) die wijzigbaar is voor simulaties.

Arbeidsmarkt:

- Het vertrekpunt zijn de vooruitzichten voor de bevolking op arbeidsleeftijd (15-64 jaar), zoals bepaald door het FPB en de SCvV. Rekening houdend met de zeer voorspelbare demografische ontwikkelingen is dit een essentieel onderdeel van het model en het enige element dat met een hoge graad van waarschijnlijkheid te voorspellen is.
- De activiteitsgraad is een exogene parameter van het model (dus wijzigbaar om simulaties te maken), waardoor het mogelijk is om de beroepsbevolking te bepalen.
- De werkgelegenheid wordt endogeen bepaald via de wet van Okun, getest over de periode 1995-2013. De werkgelegenheid hangt dus af van de economische groei van het jaar ervoor. Er worden twee aanvullende beperkingen opgelegd: de werkgelegenheid mag niet groter zijn dan de beroepsbevolking en de werkloosheidsgraad mag niet lager zijn dan de structurele werkloosheid (4,5% geharmoniseerd¹).
- De werkloosheid wordt bepaald door de werkgelegenheid van de beroepsbevolking af te trekken. Het gaat hier uitsluitend om het aantal niet-werkende werkzoekenden². Aan de hand van de werkloosheid kan dan de werkloosheidsgraad worden berekend.

Overheidsfinanciën:

- Het verloop van de overheidsfinanciën is in de eerste plaats gebaseerd op de totale ontvangsten van de overheid, in percentage van het BBP. De ervaring leert dat dit cijfer vrij stabiel blijft in de tijd. Het kan worden gewijzigd voor simulaties. De uitgaven worden niet berekend op basis van een percentage van het BBP, maar uitgaand van een jaarlijks reëel groeicijfer. Dat cijfer kan ook worden gewijzigd. Aan de hand van beide elementen hierboven kan het primaire overschot/tekort worden berekend.
- De rentelast van de schuld wordt berekend door de schuld van het vorige jaar te vermenigvuldigen met de gemiddelde rentevoet van de schuld.
- Die wordt berekend op basis van een gemiddelde looptijd van zeven jaar (elk jaar wordt dus één zevende van de schuld vernieuwd) en uitgaand van een hypothese voor de rentevoet van de nieuw uitgegeven obligaties. Dit cijfer hangt af van de nominale groei van de economie en een risicopremie die op haar beurt afhangt van het overheidstekort. Aan de hand van het primaire saldo en de rentelast kan het begrotingsoverschot/-tekort worden berekend.
- Ten slotte wordt de dynamiek van de schuld endogeen berekend, door ervan uit te gaan dat de toename (vermindering) van de schuld over een jaar overeenstemt met het begrotingstekort (-overschot) van dat jaar. De schuldenlast wordt berekend door het bedrag van de schuld te delen door het nominale BBP.
- Tot besluit zijn voor het aldus bepaalde model hoofdzakelijk hypothesen nodig over: de productiviteitswinsten, de deflator, de activiteitsgraad, de structurele werkloosheidsgraad, het aandeel van de overheidsontvangsten in het BBP en het groeicijfer van de overheidsuitgaven.

¹ Dat niveau komt overeen met een structurele werkloosheidsgraad van 8% die door de Studiecommissie voor de Vergrijzing wordt gebruikt. Hoewel dit scenario in deze studie niet wordt getest, zou de structurele werkloosheidsgraad zelf kunnen veranderen.

² De andere categorieën werklozen spelen geen rol in de simulaties. Dat wil niet zeggen dat ze worden vergeten.

1. Basisscenario

Het basisscenario gebruikt de conjunctuurvoorspelling...

...alsook de demografische en groeihypothese gebruikt door de SCvV

Een sanering aan uitgavenzijde wordt beoogd om het evenwicht te bereiken in 2018

De tewerkstelling stoot al zeer snel op de limieten van de actieve bevolking...

...in die mate dat de groei slechts van productiviteitswinsten komt

De kosten van de vergrijzing leiden tot een sterke groei van het overheidstekort en de overheidsschuld.

Het basisscenario is erg belangrijk omdat het als referentie zal dienen voor alle scenario's die daarna worden gesimuleerd. Dit scenario maakt eerst gebruik van de kortetermijnprognoses van ING. Dat maakt een opvolging en update mogelijk naarmate de economische prognoses evolueren. Op langere termijn (na 2017) maakt het voornamelijk gebruik van de prognoses van de SCvV voor de groei van de overheidsuitgaven (om rekening te houden met de gevolgen van de vergrijzing), maar ook die voor de beroepsbevolking en de structurele werkloosheidsgraad. Hoewel we van mening zijn dat de hypothese van de SCvV over de productiviteitswinsten te optimistisch is in een basisscenario, houden we ons daaraan zodat de oefening coherent blijft.

We gaan er bovendien van uit dat de regeringen de overheidsfinanciën dusdanig zullen saneren dat in 2018 een begrotingsevenwicht wordt bereikt. Die sanering komt er hoofdzakelijk door de uitgaven minder te laten stijgen. Na een lichte toename in 2014 blijft het aandeel van de ontvangsten in het BBP vervolgens op 51,3% van het BBP hangen³. Vervolgens worden geen inspanningen meer gedaan om de gevolgen van de vergrijzing tegen te gaan.

De resultaten van de langetermijnsimulatie worden voorgesteld in de grafieken 1 tot 6. Het is interessant op te merken dat volgens de basishypothese de maximale totale werkgelegenheid wordt bereikt vanaf 2021, en wel zo dat het tot in 2038 niet meer mogelijk is om de totale werkgelegenheid te doen toenemen. Dat betekent niet dat er geen jobs bijkomen, maar dat de banencreatie volledig wordt ongedaan gemaakt door het banenverlies en de pensioneringen. Hierdoor kan de werkloosheid verder blijven dalen tot haar structurele peil.

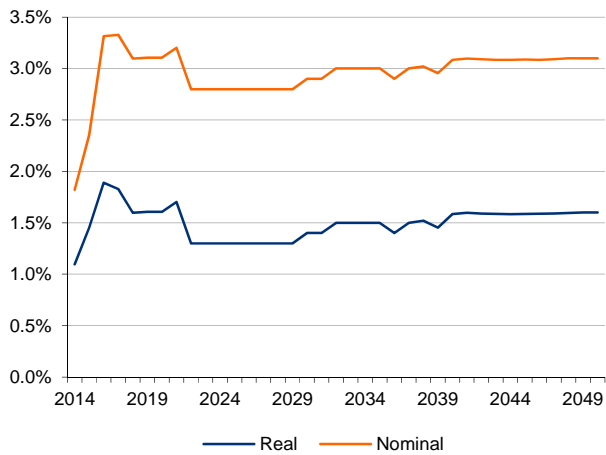
In de periode 2022-2038 wordt de groei dus enkel gedreven door de productiviteitswinst (1,3 tot 1,5%). We stellen vast dat de gemiddelde productiviteitswinsten over de voorbije vijftien jaar beperkt bleven tot 0,5% per jaar. Het zal dus heel wat inspanningen vragen om dat niveau te bereiken.

Rekening houdend met de toenemende overheidsuitgaven door de gevolgen van de vergrijzing, en ondanks de sanering van de overheidsfinanciën tot in 2018, blijft het traject van de overheidsfinanciën hachelijk. Tegen 2050 zal het overheidstekort waarschijnlijk op ruim 7% van het BBP uitkomen en zal de schuldenlast vermoedelijk oplopen tot 140% van het BBP. Dankzij de iets sterkere groei en de afzwakking van de gevolgen van de bevolkingsvergreijzing lijken die tendensen echter om te keren aan het einde van de periode. Maar zoals blijkt uit de simulaties in deel 2 en afgaande op de sterke gevoeligheid van de overheidsfinanciën voor de groei wijzen die resultaten erop dat we niet passief mogen toekijken.

Kortom, volgens de hier voorgestelde resultaten mogen we onze inspanningen niet beperken tot een sanering tot in 2018 om de duurzaamheid van de overheidsfinanciën op lange termijn te verzekeren, omdat we niet voorbereid zijn op de gevolgen van de vergrijzing.

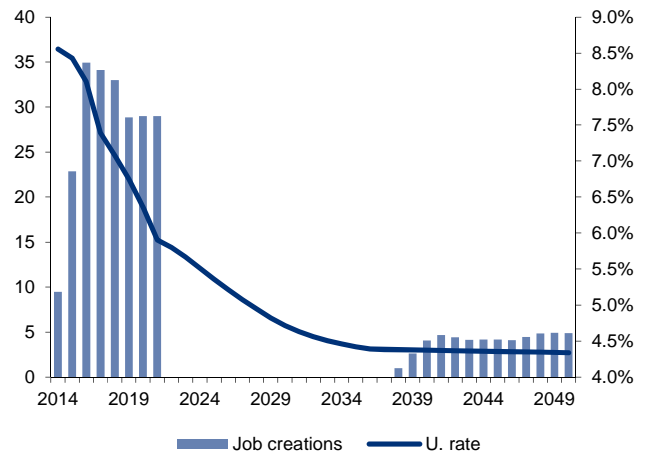
³ Kiezen voor een sanering via de ontvangsten of de uitgaven heeft hier eigenlijk geen invloed op lange termijn, omdat we uitgaan van dezelfde fiscale multiplicator. Het voordeel tegenover de volgende simulaties is dat de sanering dus uitsluitend via de uitgaven verloopt.

Gr. 1 Nominale en reële groei



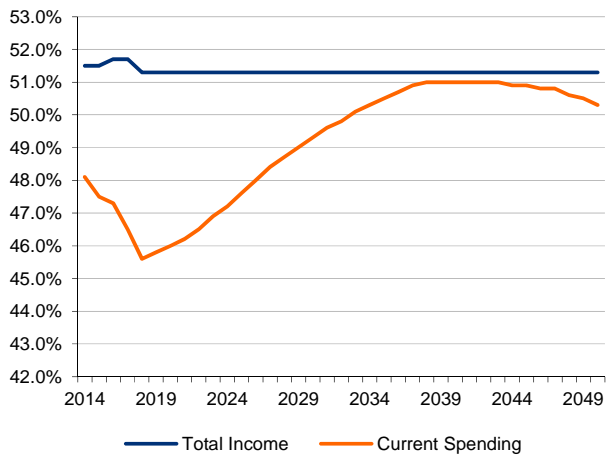
Bron: ING

Gr. 2 Nettobanencreatie (.000) en werkloosheidsgraad



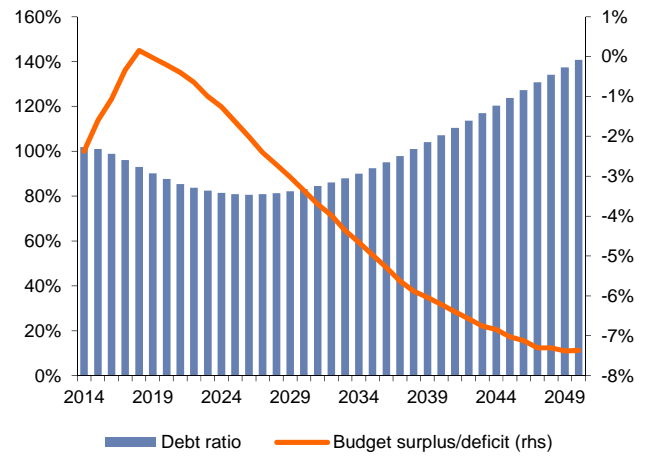
Bron: ING

Gr. 3 Overheidsontvangsten en -uitgaven (% BBP)



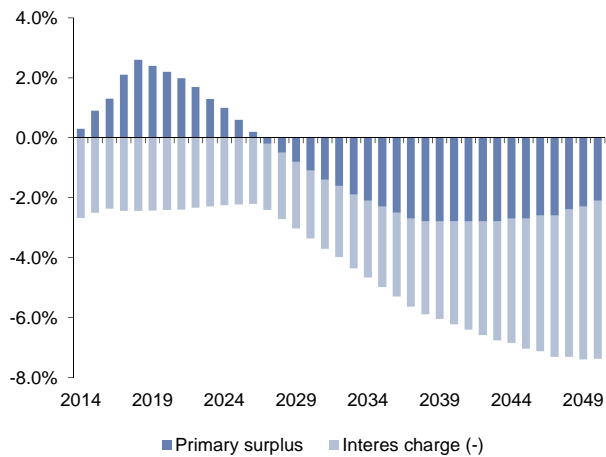
Bron: ING

Gr. 4 Begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



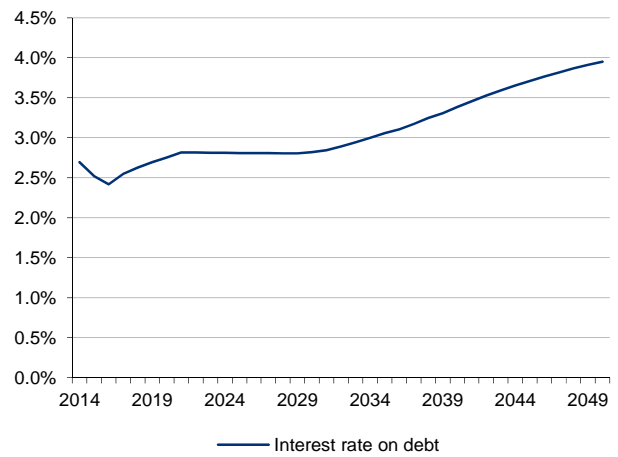
Bron: ING

Gr. 5 Detail begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



Bron: ING

Gr. 6 Gemiddelde rentevoet op de schuld



Bron: ING

2. Alternatieve scenario's

Net om die reden wilden wij verschillende aanvullende economische beleidsmaatregelen testen. Dat leidde tot zeven eenvoudige scenario's waarin telkens één specifiek beleid wordt getest. Opgelet, het is niet omdat we maar één beleid per keer testen dat er geen impact is op andere parameters in het systeem. Elk scenario en de opmerkelijkste resultaten worden in dit deel kort voorgesteld. Alle grafieken zijn terug te vinden in de bijlage.

Scenario 1: zorgen voor morgen

In dit eerste scenario wordt gewoonweg als hypothese gebruikt dat de sanering van de overheidsfinanciën onhaalbaar is en wordt opgegeven. Daarna worden geen inspanningen meer gedaan. Daardoor kan de structuur van de overheidsuitgaven zoals wij ze kennen worden behouden. Doordat er geen sanering is, trekt de economische groei over de periode 2015-2018 weer aan, wat de banencreatie bevordert. Maar het is geen verrassing dat een dergelijk scenario onhoudbaar is: er ontstaat een explosief schuldtraject, waarbij de schuldenberg aangroeit tot ruim 250% van het BBP in 2050. Het tekort komt dan op 21% van het BBP uit.

Conclusie: zonder inspanningen om de overheidsfinanciën te saneren en in normale groeiomstandigheden stevenen we af op een “faillissement” van de openbare sector.

Scenario 2: gulden regel

Uitgaande van het basisscenario, waarin de sanering van de overheidsfinanciën is opgenomen, beslissen de regeringen dat de overheidsuitgaven vanaf 2018 enkel nog mogen stijgen aan het tempo van de economische groei plus 0,2 procentpunt. Rekening houdend met de gevolgen van de vergrijzing betekent dat een structurele inspanning van telkens 0,4% per jaar op de overheidsuitgaven over de periode 2019-2039, dus een inspanning van 1,6 miljard euro per jaar bij constante euro (2014). Deze permanente sanering zou de groei met 0,2 procentpunt doen dalen (als we een fiscale multiplier van 0,5 gebruiken). De zwakkere groei heeft immers een impact op de banencreatie, en wel zo dat de maximale werkgelegenheid met een jaar achterstand wordt bereikt.

Als die inspanning daarentegen wordt geleverd, blijft de schuldenlast stabiel op 60% van het BBP in 2050 en blijft het overheidstekort bovendien beperkt tot 2% aan het einde van de prognosehorizon. Dit scenario stemt eigenlijk overeen met het vereiste scenario om de overheidsfinanciën houdbaar te maken (scenario S2 volgens de nomenclatuur van de Europese Commissie).

Conclusie: een gulden regel die de groei van de overheidsuitgaven verbindt aan de groei van de economie nadat eerst een begrotingsevenwicht is bereikt, levert de 'ideale' overheidsfinanciën op, maar vereist bijzonder zware inspanningen.

Scenario 3: Piketty

Het derde scenario is het tegenovergestelde van het vorige. Uitgaande van de hypothese dat de inspanning om de overheidsfinanciën te saneren op de ontvangsten moet wegen, wordt niet geraakt aan de uitgaven. Er wordt wel een kapitaalbelasting ingevoerd. Om tot een zo hoog mogelijke belastingopbrengst te komen en een voorafgaande kapitaalvlucht te voorkomen, wordt de belasting ingevoerd vanaf 2015 en zodanig berekend dat de schuldenlast in 2050 op hetzelfde peil blijft als in 2014. Daarom moet de toename van het aandeel van de overheidsontvangsten in het BBP op 4,7 procentpunten uitkomen, wat goed is voor bijna 20 miljard euro (constant 2014) extra fiscale ontvangsten per jaar. Om een grootteorde te geven: dat komt overeen met 50% van de vermogensinkomsten, die bovenop de vennootschapsbelasting en de bestaande fiscaliteit komt.

Hoewel een dergelijk scenario qua structuur schijnbaar houdbaar is voor de overheidsfinanciën, is het louter gezichtsbedrog: de vereiste belastingheffing om het scenario te stabiliseren zou tot een massale kapitaalvlucht en een verdringingseffect leiden waardoor er een tekort aan investeringen zou ontstaan en de financieringskosten

Zorgen voor morgen

Gulden regel

Piketty

van de overheidsschuld zouden toenemen, wat niet in het model zit. De gevolgen van de belasting op het spaargeld van de huishoudens die voor velen een aanvullend pensioen vormt, zijn hier ook niet gesimuleerd.

Conclusie: als de inspanning enkel via een kapitaalbelasting wordt geleverd, dan is zulk een hoge aanslagvoet nodig dat de aanslagbasis geleidelijk zal verdwijnen, en waarschijnlijk ruim vóór de prognosehorizon.

Kuroda

Scenario 4: Kuroda

Dit scenario draagt de naam van de huidige gouverneur van de BoJ omdat het gaat om een massale monetarisering van de overheidsschuld door de centrale bank. Concreet worden de overheidsfinanciën verder gesaneerd. Die sanering komt er zelfs vroeger dankzij de maatregelen van de ECB. Want in ruil voor de verdere inspanningen voor de overheidsfinanciën worden de financieringskosten tot in 2019 door de ECB begrensd tot 1%. De tapering van de opkoop van schulden gaat immers van start in 2020 voordat de rente normaliseert. Uiteraard veroorzaakt deze monetarisering van de schuld een hogere inflatie, die overigens de werkelijke waarde van de schuld vermindert. Volgens de keynesiaanse theorie versterkt de monetaire impuls de economische groei (met 0,2 procentpunt per jaar in de hypothese), en dat tot in 2020.

De forse stijging van de nominale groei in combinatie met de zeer lage financieringskosten van de schuld leidt in het begin van de simulatie tot een sterke vermindering van de schuldenlast. Maar aangezien er geen inspanningen meer worden geleverd voor de overheidsfinanciën en de rente opnieuw stijgt als gevolg van de inflatieperiode, wordt het schuldtraject op langere termijn opnieuw explosief. Aan het einde van de periode maakt het begrotingstekort 5% van het BBP uit en bedraagt de schuldenlast opnieuw meer dan 100% van het BBP.

Conclusie: in vergelijking met het basisscenario verzacht de monetarisering van de schuld de te leveren inspanningen en stelt ze de deadline voor een grondigere sanering van de overheidsfinanciën uit. Toch is er aan het einde van de periode niet zo veel verschil met het basisscenario. Het monetaire beleid op zich kan de overheidsfinanciën niet permanent stabiliseren.

Deflatie

Scenario 5: deflatie

We wilden ook testen welk effect de deflatie heeft op de bestudeerde trajecten, hoewel het eigenlijk niet echt om een economisch beleid gaat. Het enige voordeel van de deflatie is de handhaving van een lage rente over een langere periode, wat de rentelasten van de staat beperkt. In dit geval gaan we ervan uit dat de Belgische economie vanaf 2015 met deflatie kampt en daar vijftien jaar in blijft steken. Eerst weegt de deflatie op de economische groei (de binnenlandse vraag keldert). De rente past zich aan die toestand aan.

De terugval van de groei zou eerst tot een zwakke banencreatie en een toename van de werkloosheidsgraad leiden. De maximale werkgelegenheid zou dan bovendien pas in 2023 worden bereikt. We herhalen dat er ondertussen wel een sanering van de overheidsfinanciën is. Hoewel de last van de schuld beperkt blijft door de zeer lage rente, kan een "Japans" en dus explosief schuldtraject na 2030 niet worden vermeden.

Conclusie: een deflatiescenario houdt een groot risico in, niet alleen voor het economische herstel, maar op langere termijn ook voor de overheidsfinanciën, en dat ondanks de oorspronkelijke sanering.

Techno-optimisme

Scenario 6: techno-optimisme

Tot dusver leveren de bestudeerde scenario's maar matige resultaten op: ofwel slagen ze er niet in om de Belgische overheidsfinanciën werkelijk te stabiliseren, ofwel lijkt de prijs voor die stabilisering moeilijk houdbaar. Dit scenario hanteert een andere aanpak. We benadrukten al dat de productiviteitswinsten in het basisscenario vrij optimistisch zijn ingeschat afgaande op de evolutie in het verleden. Toch kunnen we ons voorstellen dat innovatie de komende jaren heel wat productiviteitswinsten zal opleveren⁴. Als er nu eens specifieke economische beleidsmaatregelen werden genomen om de productiviteit op te drijven, zou dat dan een impact hebben op het traject van de Belgische economie? Absoluut. Het is interessant vast te stellen dat als de productiviteit over de prognosehorizon elk jaar met 0,1 pp. sneller toeneemt dan in het basisscenario, een stabilisering van de Belgische economie mogelijk is en de vergrijzing betaalbaar wordt. Het overheidstekort komt in 2050 weliswaar op ruim 4% van het BBP uit, maar zou afnemen. De schuldenlast zou bovendien onder de drempel van 110% van het BBP blijven.

Dat toont aan in welke mate het toekomstige traject van de Belgische economie afhankelijk is van de groeihypothese. Een iets hoger dan verwachte groei kan de druk op de overheidsfinanciën op langere termijn helemaal verlichten. Maar als de gekozen groeihypothese niet wordt gehaald, worden de overheidsfinanciën er alleen maar explosiever op.

Conclusie: als we afstand nemen van een boekhoudkundige aanpak die enkel gericht is op een verhoging van de ontvangsten en/of een verlaging van de overheidsuitgaven, dan blijft een sterkere groei de beste garantie voor een gezond traject van de Belgische economie.

Scandinavië

Scenario 7: Scandinavië

Ook een actief beleid ter bevordering van de deelname aan de arbeidsmarkt zou bijzonder positief zijn voor de Belgische economie. De bevolkingsevolutie toont immers aan dat de maximale totale werkgelegenheid vanaf het begin van de jaren 2020 bereikt zou worden, rekening houdend met een bepaalde activiteitsgraad (de verhouding beroepsbevolking-bevolking op arbeidsleeftijd) en met een structurele werkloosheidsgraad. België wordt echter gekenmerkt door een zeer lage activiteitsgraad die vijf pp. lager is dan het gemiddelde in de eurozone. Een toename van de activiteitsgraad, afgevlakt over de prognosehorizon, zou arbeidskrachten vrijmaken, en dus het groeipotentieel van de Belgische economie vergroten. We stellen vast dat beleidsmaatregelen om de structurele werkloosheidsgraad terug te schroeven hetzelfde effect zouden hebben.

In dit geval simuleerden wij een stijging van de activiteitsgraad met 6,5 pp. over de prognosehorizon (wat een toename van amper 0,15 pp. per jaar betekent). Dat lijkt veel, maar hiermee komt België maar net boven het huidige Europese gemiddelde en zit het nog altijd onder Duitsland en zelfs ver onder de Scandinavische landen. Die stijging zou echter voldoende zijn om een haast continue banencreatie mogelijk te maken (uiteeraard in de veronderstelling dat de vraag naar arbeid volgt, waarvoor er waarschijnlijk elders inspanningen nodig zijn). De groei is dan hoger en de overheidsfinanciën stabiliseren zich. We merken op dat dit soort beleid waarschijnlijk de vergrijzingskosten zou drukken. Er wordt hier geen rekening gehouden met die kostenvermindering, ervan uitgaand dat de besparingen elders zullen worden aangewend.

Conclusie: streven naar een bepaalde activiteitsgraad lijkt ons voor de overheidsfinanciën een goed en nog maar weinig beproefd alternatief. Doelgerichte inspanningen om de activiteitsgraad te verhogen, zouden het mogelijk maken de Belgische economie op lange termijn te stabiliseren.

⁴ Dat zou echter ingaan tegen het argument van R. Gordon (2014), The turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds, in Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures, VoxEU. Orge Book, CEPR

Kader 2: Abenomics

In dit deel wilden we uittesten wat de strategie van de Japanse eerste minister zou opleveren in België. Ter herinnering: de Abenomics-strategie moet de deflatie tegengaan en de Japanse economie op gang trekken. Ze is opgebouwd rond drie “pijlen”: een expansionistisch begrotingsbeleid, een monetaire schuldfinanciering en structurele hervormingen. Dat stemt in feite overeen met de combinatie van drie van de hier voorgestelde scenario's: “zorgen voor morgen”, “techno-optimisme” en “Kuroda”. De resultaten van die combinatie bevinden zich ook in de bijlage. Hoewel het scenario voor een groot deel van de prognosehorizon explosief is, lijkt het tekort zich sneller te stabiliseren dan in het basisscenario, ook al worden de overheidsfinanciën aanvankelijk niet gesaneerd. Het lijkt er dus op dat de Abenomics-strategie een oplossing zou kunnen zijn. We herinneren er wel aan dat de verbetering van het groeipotentieel essentieel is voor de stabiliteit van dit scenario. Maar nadat de Japanse regering overeenkomstig haar plan een expansionistisch monetair en begrotingsbeleid voerde, lijkt ze nu veel moeilijkheden te ondervinden om de verwachte structurele hervormingen voor de toename van de groei toe te passen.

3. Algemene conclusies

Niets doen is dus geen optie...

... evenmin trouwens een puur boekhoudkundige aanpak van de overheidsfinanciën

Het monetair beleid kan helpen, maar is geen mirakeloplossing...

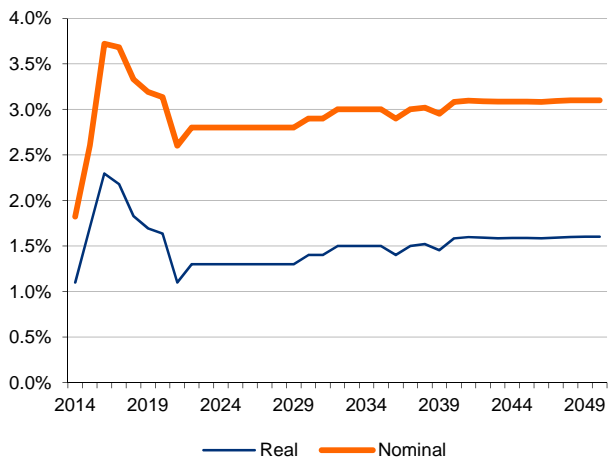
...in tegenstelling tot pro-actieve beleidsmaatregelen die mikken op productiviteitswinsten en/of een stijging van de activiteitsgraad.

Simulaties hangen altijd af van de onderliggende hypothesen. Toch leidt deze oefening tot een aantal duidelijke conclusies: *ten eerste* is lijdzaam toekijken geen optie, noch voor het huidige begrotingstekort, noch voor de gevolgen van de vergrijzing. *Ten tweede* lijken beleidsmaatregelen die enkel gericht zijn op een stabilisering van het boekhoudkundige kader van de overheidsfinanciën economisch en sociaal moeilijk haalbaar. *Ten derde* kan een monetair beleid gericht op de monetarisering van de schuld wel nuttig en zelfs doorslaggevend zijn, maar is dat toch niet voldoende. Via de inflatie zou het trouwens een niet te verwaarlozen impact hebben op het vermogen van de Belgische gezinnen. Daarnaast is deflatie een bijzonder gevaarlijk scenario voor de duurzaamheid van de economie.

Naast de aanvankelijke sanering van de overheidsfinanciën menen wij dat een beleid gericht op een verbetering van de productiviteitswinsten (onderwijs, O&O...) of een verhoging van de activiteitsgraad (verlenging van de werkelijke loopbaanduur, verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd...) de beste waarborg is om de uitdagingen van morgen aan te gaan. De sociale partners zouden over dergelijke elementen een consensus moeten bereiken zodat ze een gemeenschappelijk doel en een doel van het economisch beleid in België worden.

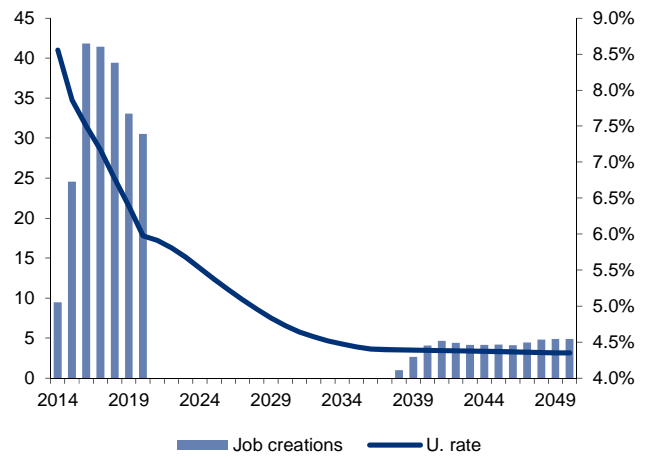
Bijlage: Scenario 1: zorgen voor morgen

Gr 7 Nominale en reële groei



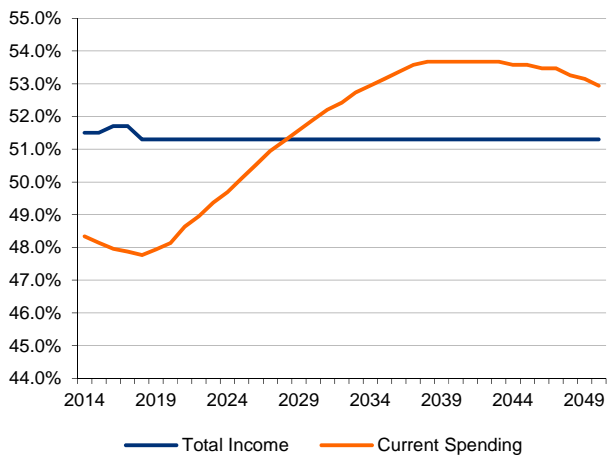
Source: ING

Gr 8 Nettobanencreatie (.000) en werkloosheidsgraad



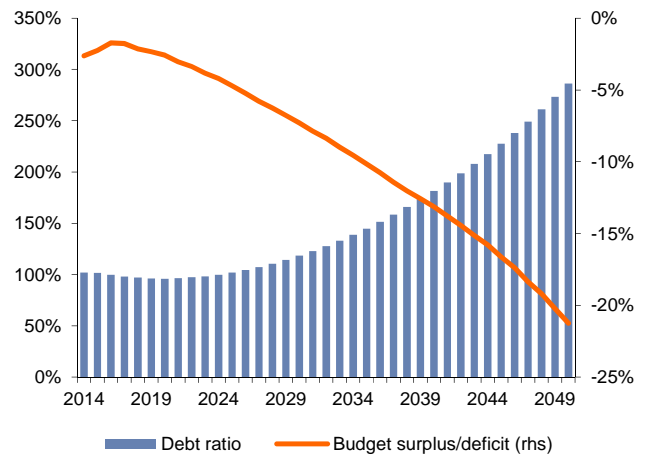
Source: ING

Gr 9 Overheidsontvangsten en -uitgaven (% BBP)



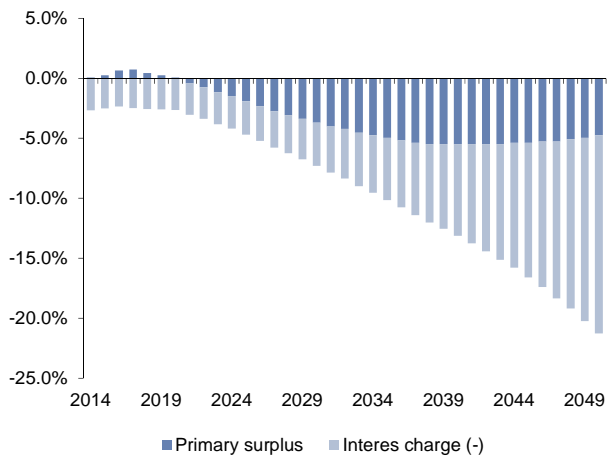
Source: ING

Gr 10 Begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



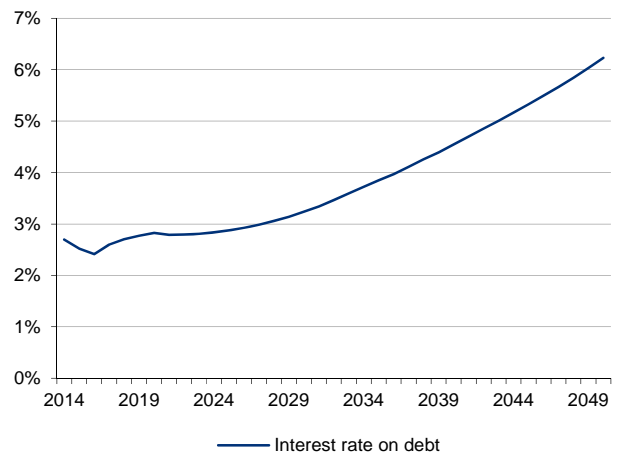
Source: ING

Gr 11 Detail begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



Source: ING

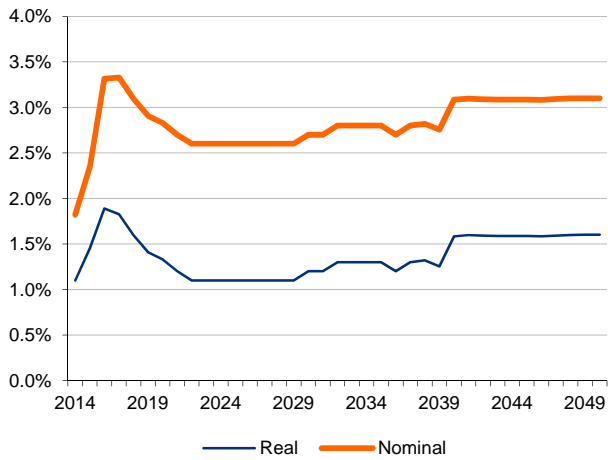
Gr 12 Gemiddelde rentevoet op de schuld



Source: ING

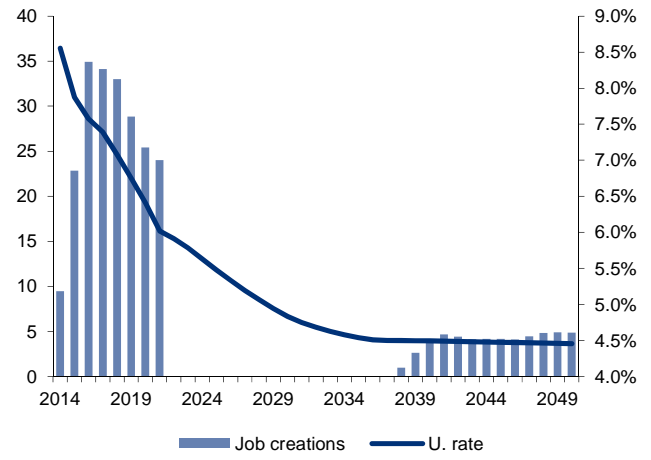
Bijlage: Scenario 2: gulden regel

Gr 13 Nominale en reële groei



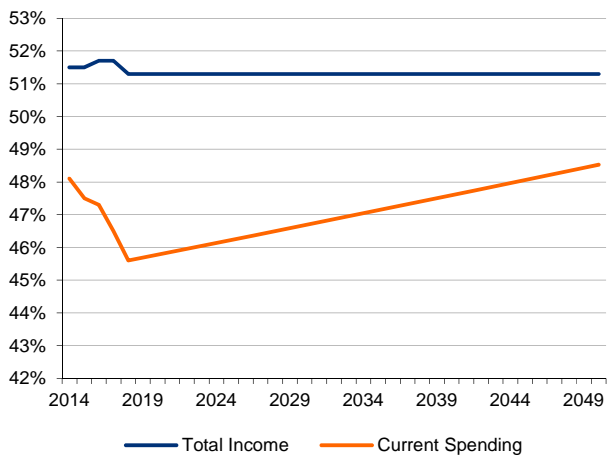
Source: ING

Gr 14 Nettobanencreatie (.000) en werkloosheidsgraad



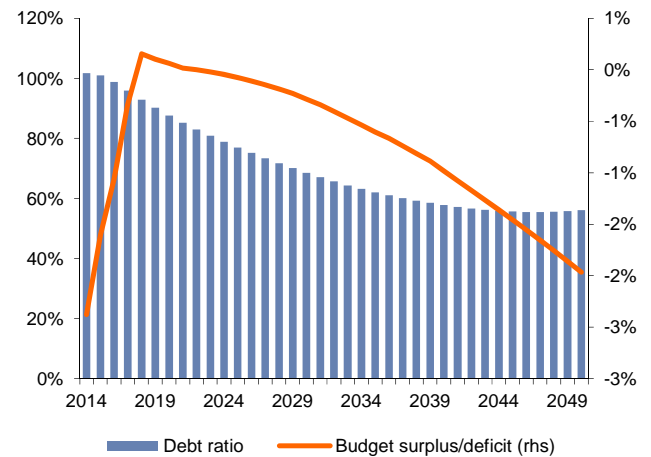
Source: ING

Gr 15 Overheidsontvangsten en -uitgaven (% BBP)



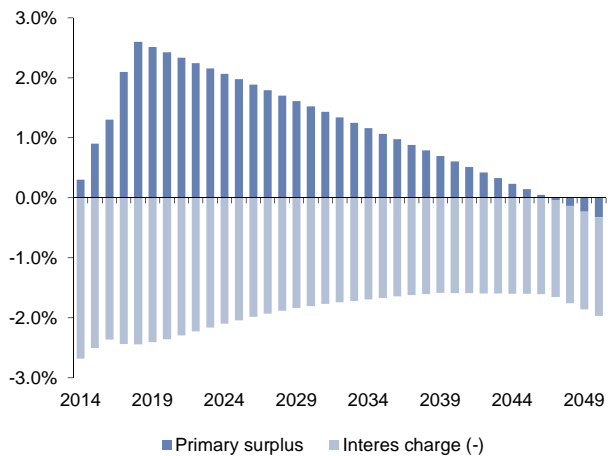
Source: ING

Gr 16 Begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



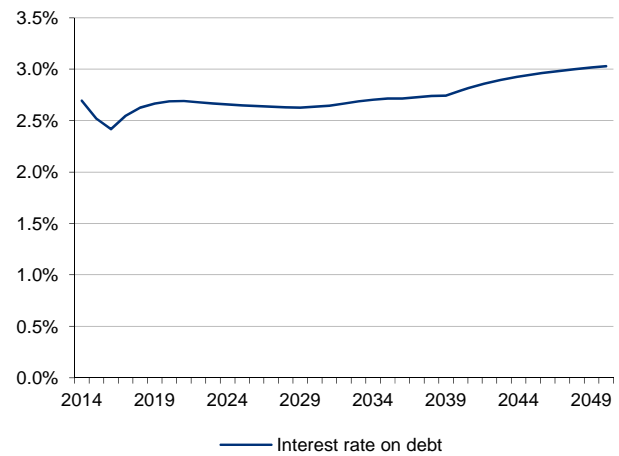
Source: ING

Gr 17 Detail begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



Source: ING

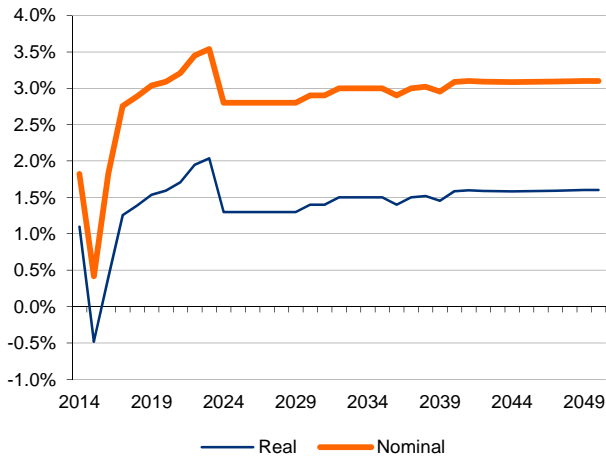
Gr 18 Gemiddelde rentevoet op de schuld



Source: ING

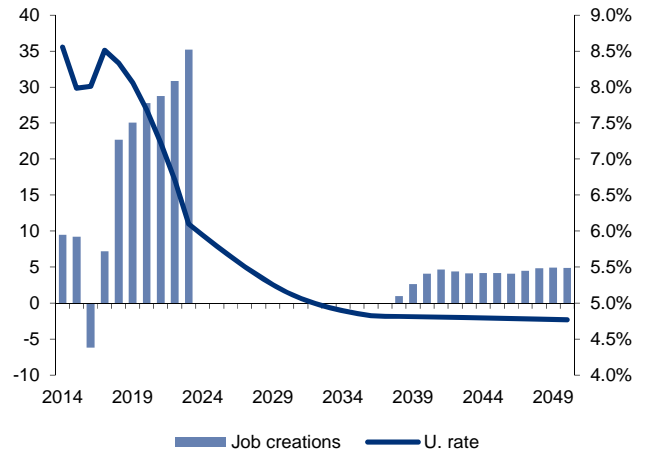
Bijlage: Scenario 3: Piketty

Gr 19 Nominale en reële groei



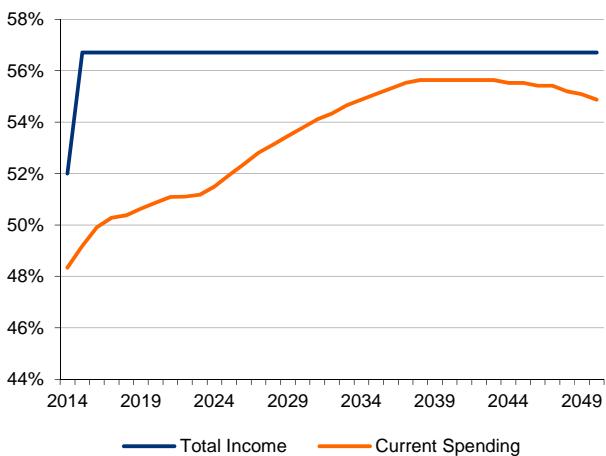
Source: ING

Gr 20 Nettobanencreatie (.000) en werkloosheidsgraad



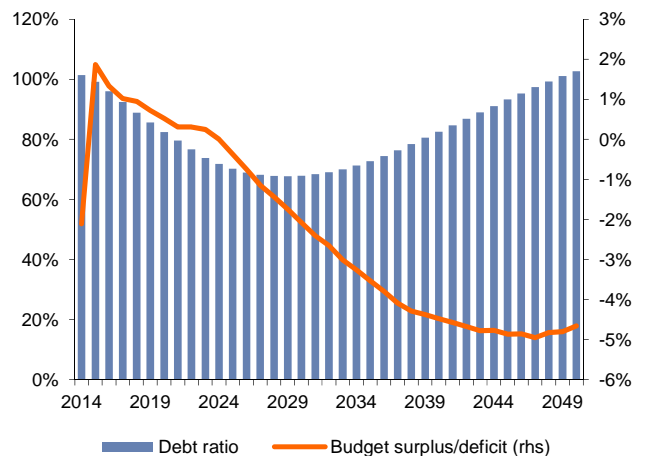
Source: ING

Gr 21 Overheidsontvangsten en -uitgaven (% BBP)



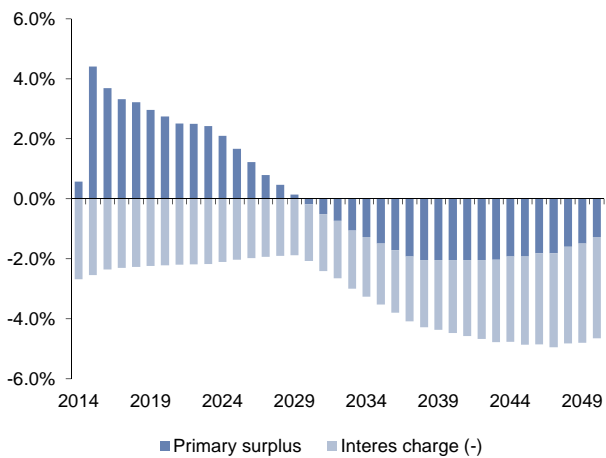
Source: ING

Gr 22 Begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



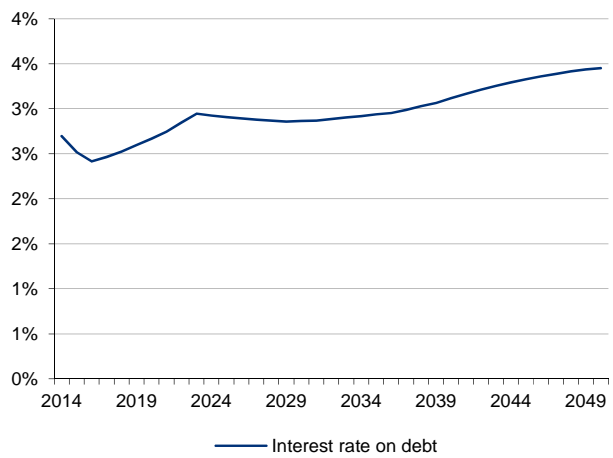
Source: ING

Gr 23 Detail begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



Source: ING

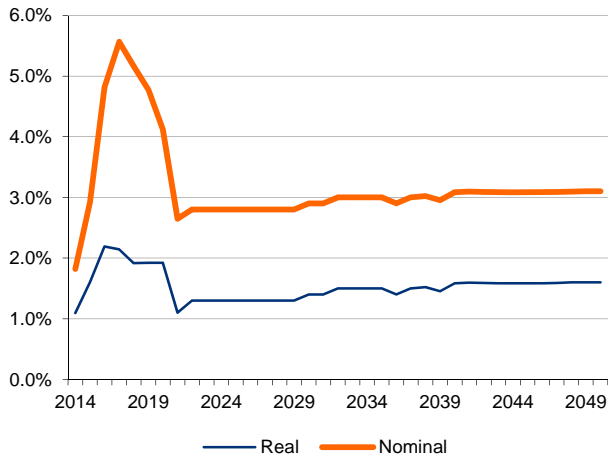
Gr 24 Gemiddelde rentevoet op de schuld



Source: ING

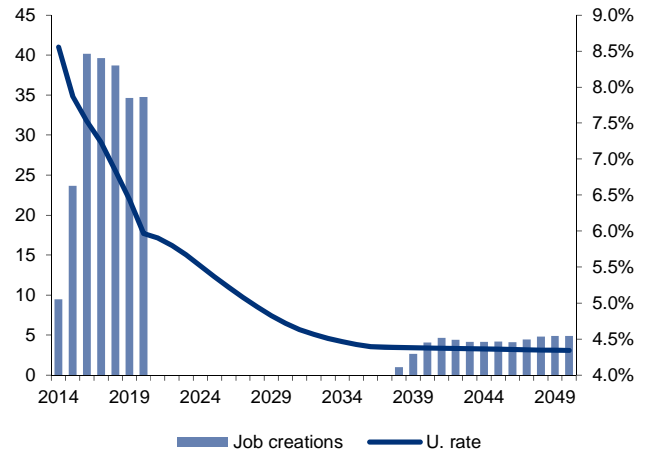
Bijlage: Scenario 4: Kuroda

Gr 25 Nominale en reële groei



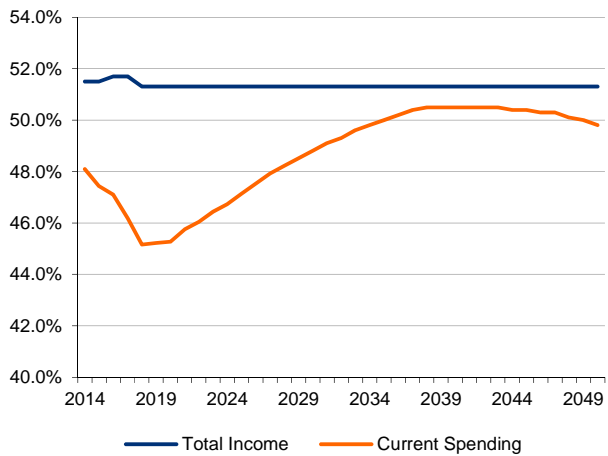
Source: ING

Gr 26 Nettobanencreatie (.000) en werkloosheidsgraad



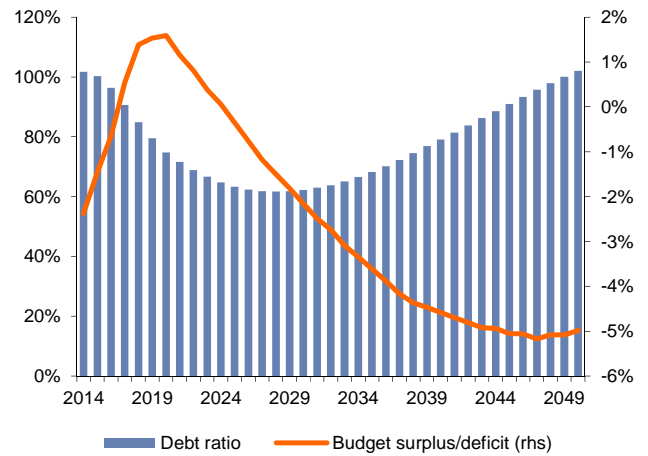
Source: ING

Gr 27 Overheidsontvangsten en -uitgaven (% BBP)



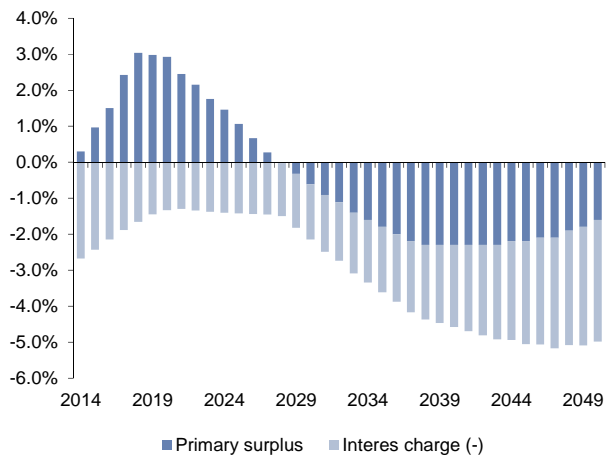
Source: ING

Gr 28 Begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



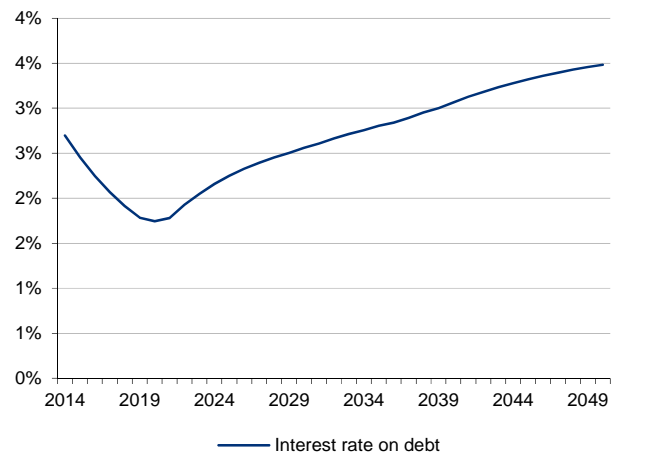
Source: ING

Gr 29 Detail begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



Source: ING

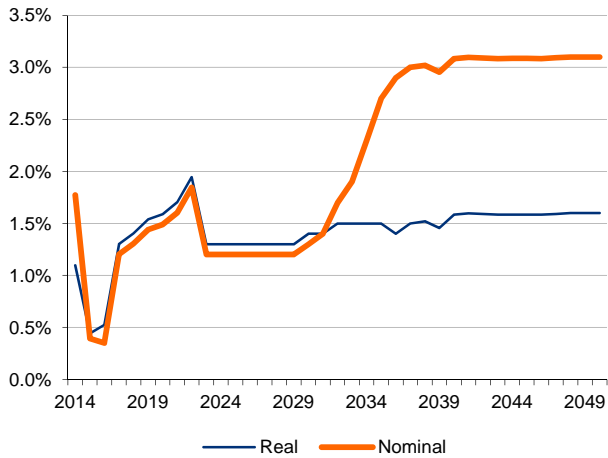
Gr 30 Gemiddelde rentevoet op de schuld



Source: ING

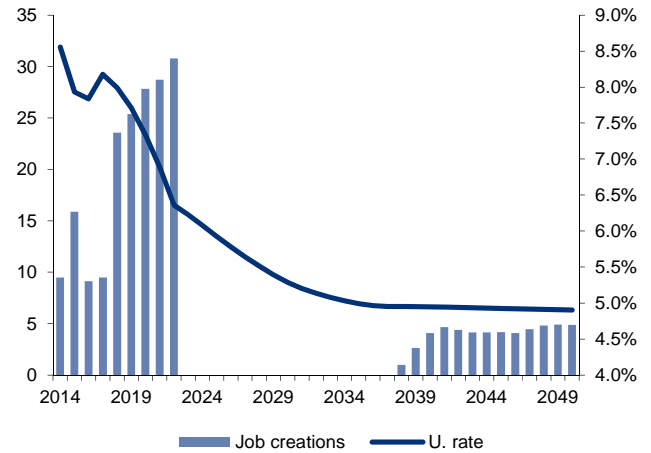
Bijlage: Scenario 5: deflatie

Gr 31 Nominale en reële groei



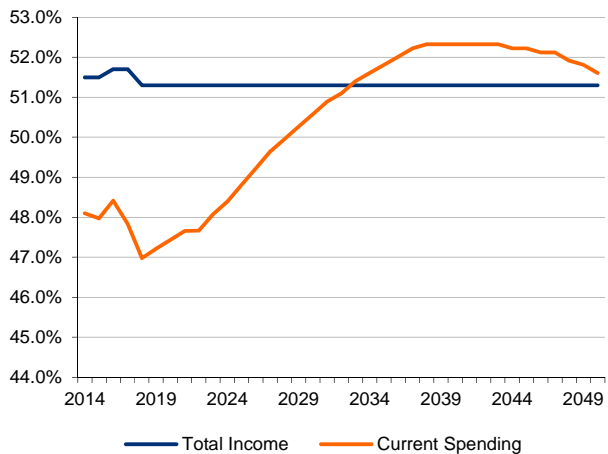
Source: ING

Gr 32 Nettobanencreatie (.000) en werkloosheidsgraad



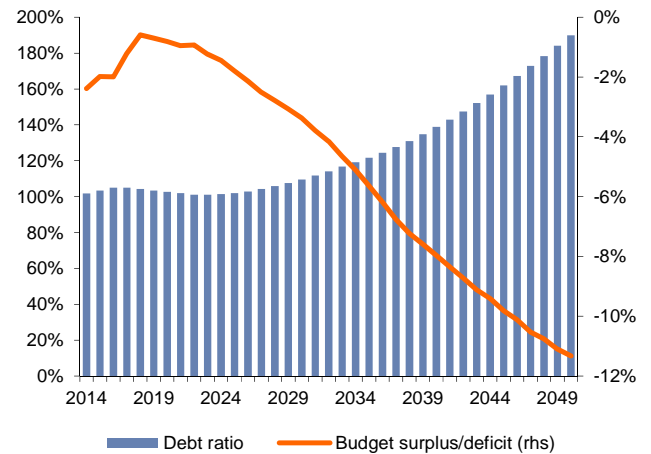
Source: ING

Gr 33 Overheidsontvangsten en -uitgaven (% BBP)



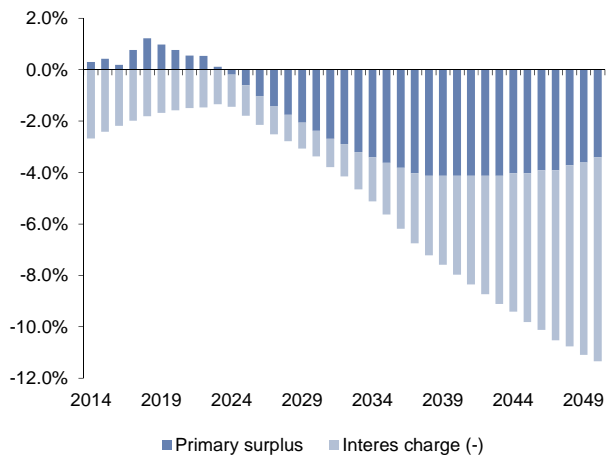
Source: ING

Gr 34 Begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



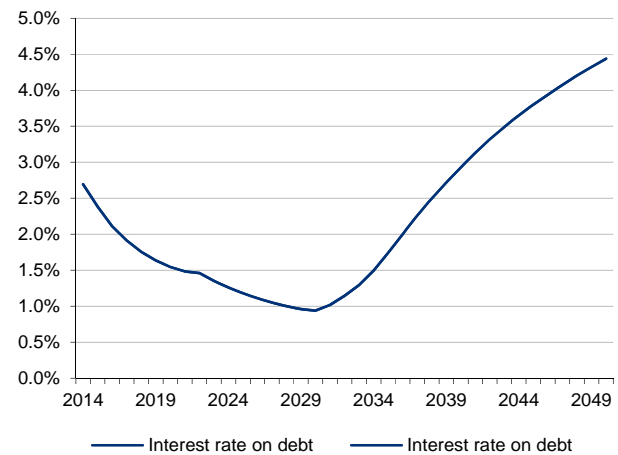
Source: ING

Gr 35 Detail begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



Source: ING

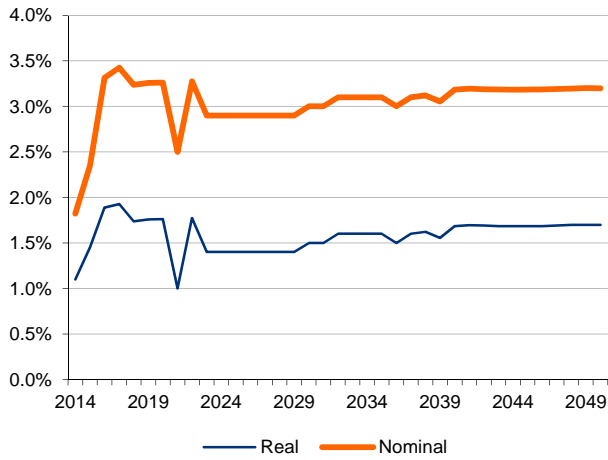
Gr 36 Gemiddelde rentevoet op de schuld



Source: ING

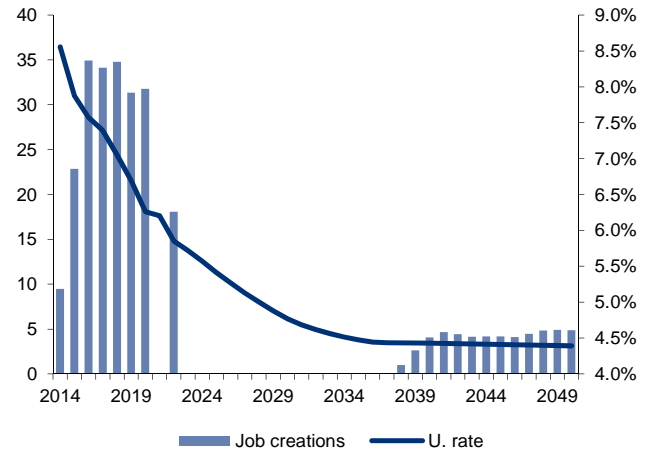
Bijlage: Scenario 6: techno-optimisme

Gr 37 Nominale en reële groei



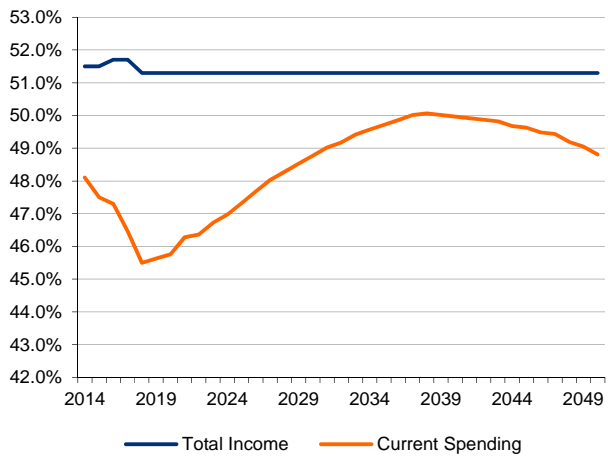
Source: ING

Gr 38 Nettobanencreatie (.000) en werkloosheidsgraad



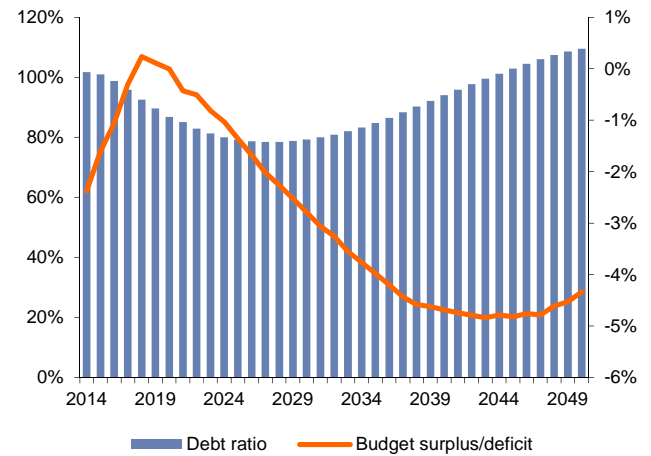
Source: ING

Gr 39 Overheidsontvangsten en -uitgaven (% BBP)



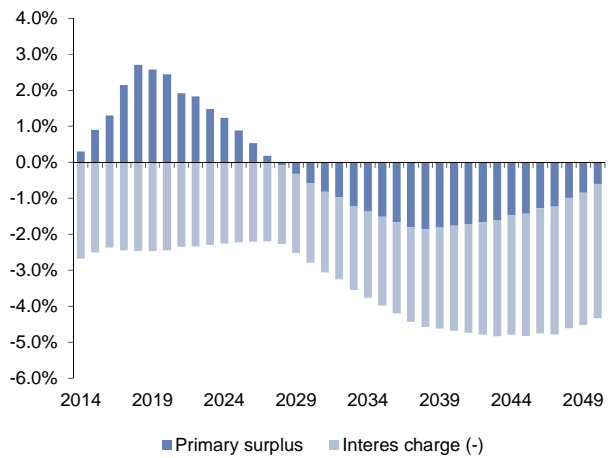
Source: ING

Gr 40 Begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



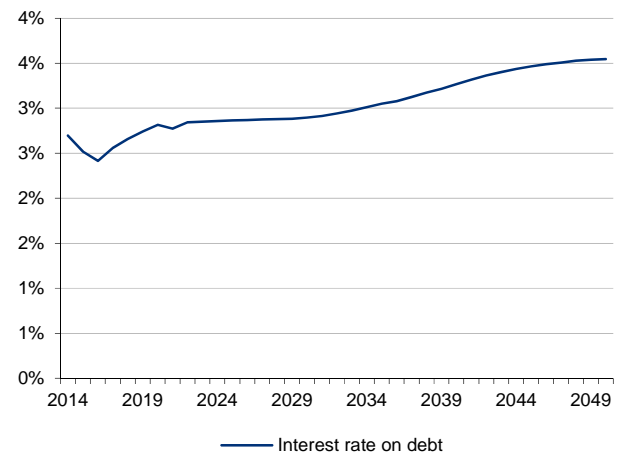
Source: ING

Gr 41 Detail begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



Source: ING

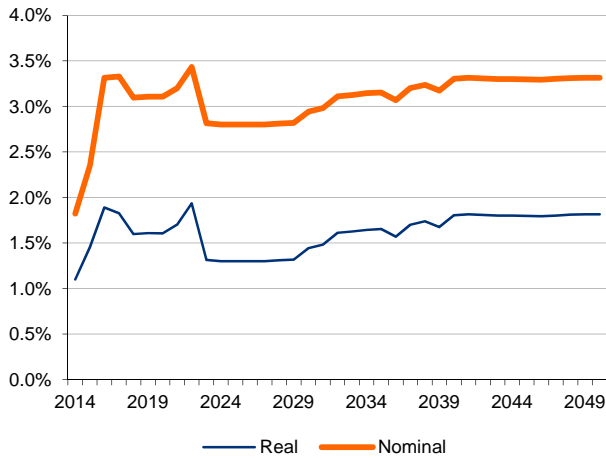
Gr 42 Gemiddelde rentevoet op de schuld



Source: ING

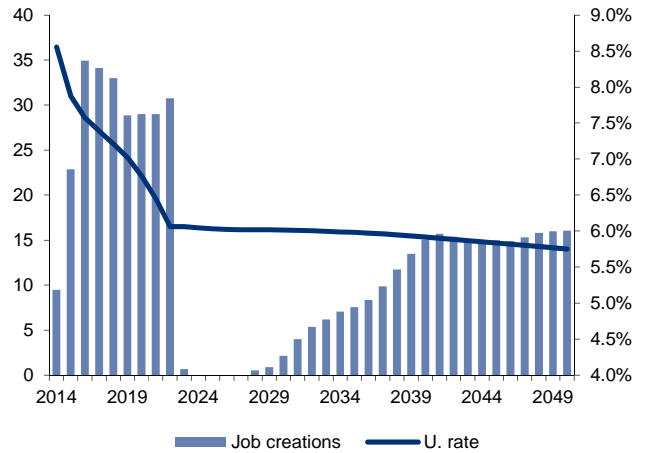
Bijlage: Scenario 7: Scandinavië

Gr 43 Nominale en reële groei



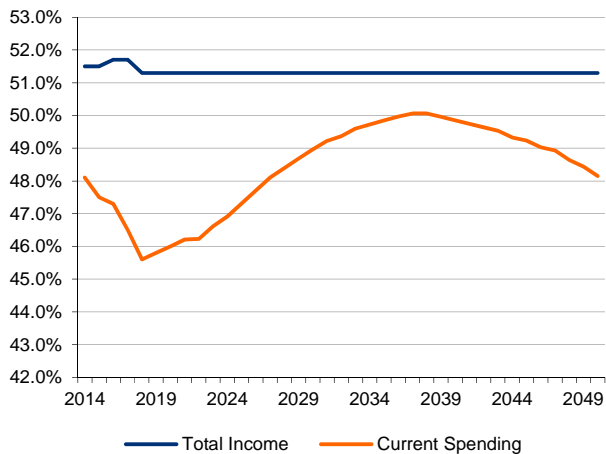
Source: ING

Gr 44 Nettobanencreatie (.000) en werkloosheidsgraad



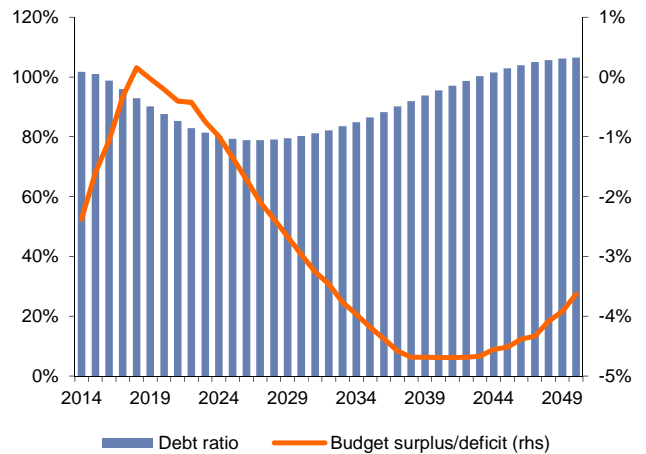
Source: ING

Gr 45 Overheidsontvangsten en -uitgaven (% BBP)



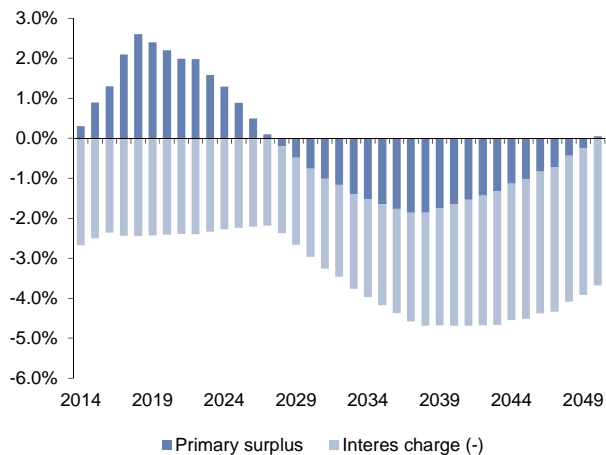
Source: ING

Gr 46 Begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



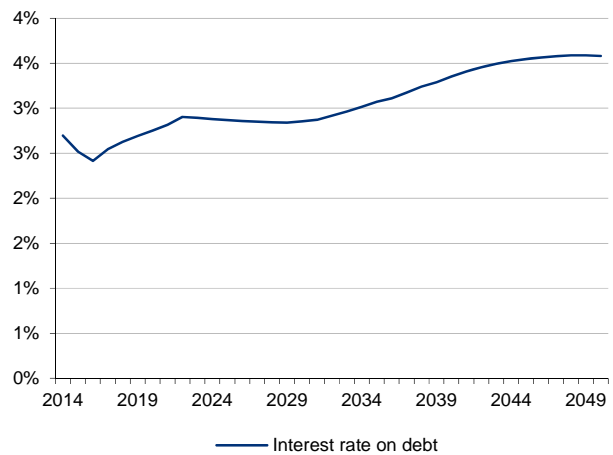
Source: ING

Gr 47 Detail begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



Source: ING

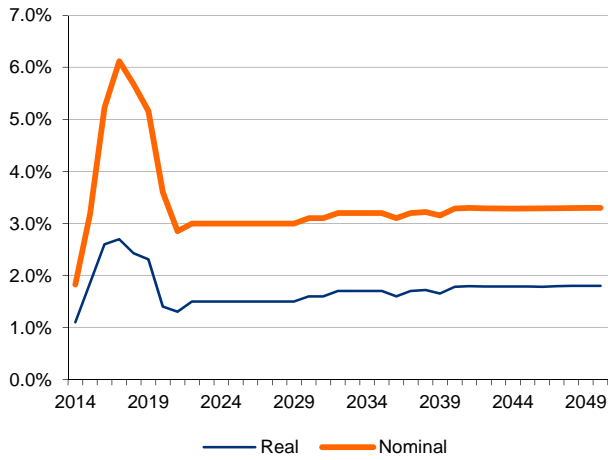
Gr 48 Gemiddelde rentevoet op de schuld



Source: ING

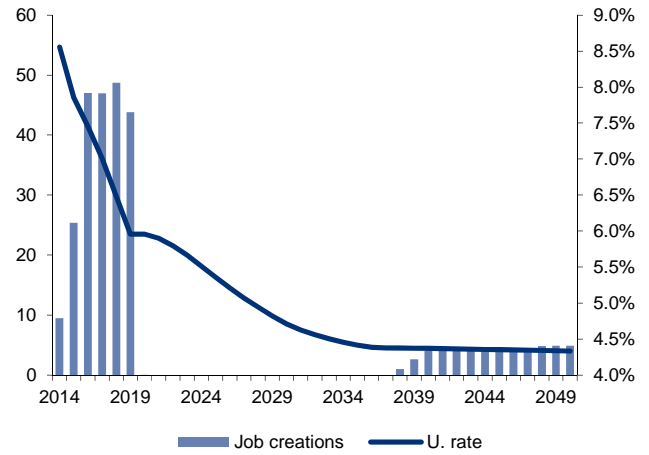
Bijlage: Abenomics

Gr 49 Nominale en reële groei



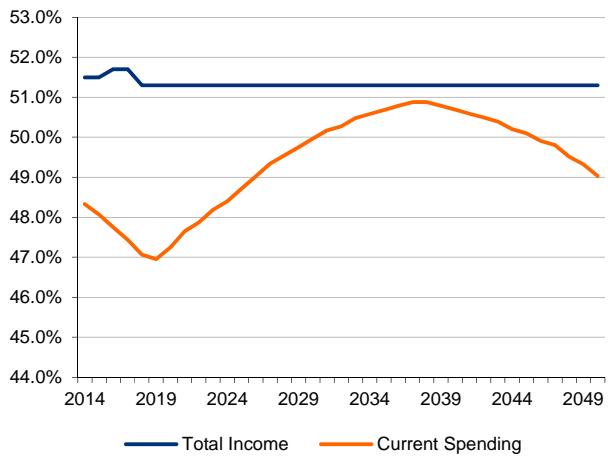
Source: ING

Gr 50 Nettobanencreatie (.000) en werkloosheidsgraad



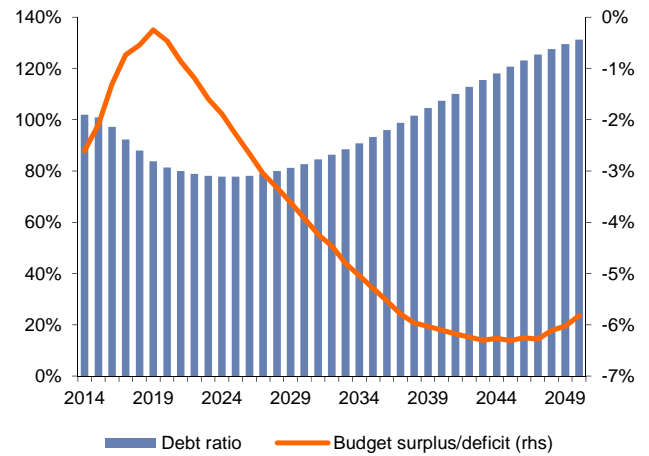
Source: ING

Gr 51 Overheidsontvangsten en -uitgaven (% BBP)



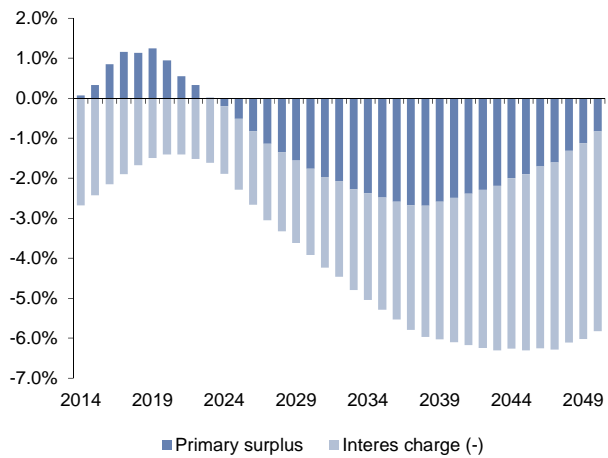
Source: ING

Gr 52 Begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



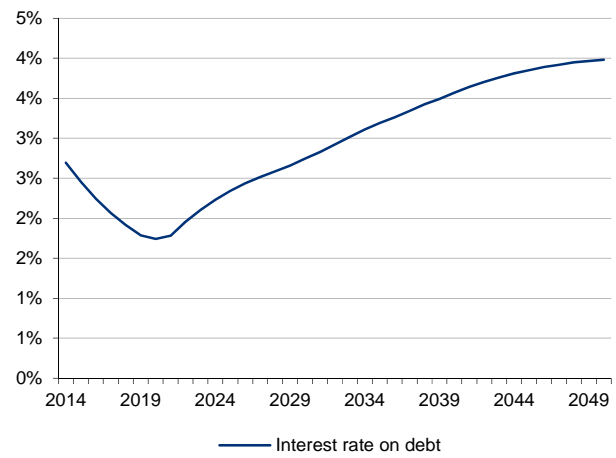
Source: ING

Gr 53 Detail begrotingsoverschot/-tekort (% BBP)



Source: ING

Gr 54 Gemiddelde rentevoet op de schuld



Source: ING

Disclaimer

De informatie in dit rapport geeft de persoonlijke mening weer van de analist(en) over de onderliggende securities en/of over de uitvoerende instanties en geen enkel deel van de beloning van de analist(en) was, is, of zal direct of indirect gerelateerd zijn aan het opnemen van specifieke aanbevelingen of meningen in dit rapport.

De analisten die aan deze publicatie hebben bijgedragen voldoen allen aan de vereisten zoals gesteld door hun nationale toezichhouders aan de uitoefening van hun vak.

Deze publicatie is gemaakt namens de ING in dit verband zijnde ING Groep N.V., gevestigd in Nederland, en enkele van haar dochtermaatschappijen en/of branches, en enkel en alleen bedoeld ter informatie van haar cliënten. ING is onderdeel van ING Group (in dit verband zijnde ING Groep N.V. en haar dochters en gelieerde ondernemingen). Deze publicatie geeft geen investment advies noch is het een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enige financieel instrument. Hoewel redelijke zorg is besteed om er zeker van te zijn dat de informatie opgenomen in dit rapport is niet onjuist of misleidend ten tijde van de publicatie, geeft ING geen garantie dat de informatie accuraat of compleet is. De informatie in dit rapport kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging.

ING Group en al haar bestuurders, werknemers, en aan haar gerelateerde cliënten mogen, voor zover toegestaan bij wet, lange of korte posities houden of anderszins belang hebben bij enige transactie of investment (derivaten hieronder begrepen) waarnaar wordt verwezen in deze publicatie. Bovendien mag ING Group diensten op het gebied van bank, verzekering en asset management aanbieden en leveren aan, of zulke diensten afnemen van, elke vennootschap waarnaar wordt verwezen in deze publicatie.

Noch ING noch enige van haar directeuren of werknemers accepteren enige aansprakelijkheid voor enig direct of indirect verlies of schade voortkomend uit het gebruik van (de inhoud van) deze publicatie. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Niets in deze publicatie mag worden gereproduceerd, verspreid of gepubliceerd door wie dan ook voor welke reden dan ook zonder de voorafgaande uitdrukkelijke toestemming van de ING. Alle rechten zijn voorbehouden.

Enige investering waarnaar wordt verwezen kan significant risico inhouden, zijn niet noodzakelijkerwijze mogelijk in alle jurisdicties, zijn wellicht illiquide en zijn wellicht niet geschikt voor elke investeerder. De waarde van, of inkomsten uit, enige investering waarnaar wordt verwezen kunnen fluctueren en/of kunnen zijn ontstaan door veranderingen in de wisselkoers. Resultaten behaald in het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Investeerders dienen hun eigen investeringsbeslissingen te nemen zonder te vertrouwen op deze publicatie. Alleen investeerders met voldoende kennis en ervaring op financieel gebied om de verdiensten en risico's te kunnen beoordelen kunnen overwegen om te investeren in enige uitvoerende instantie of markt zoals hierin beschreven. Andere personen dienen geen enkele actie te nemen op basis van deze publicatie.

Deze publicatie is in het Verenigd Koninkrijk alleen uitgegeven aan personen beschreven in artikelen 19, 47 en 49 van de Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 en is niet bestemd om te worden verspreid, direct of indirect, naar enige ander klasse van mensen (hieronder private investors begrepen). De publicatie is in Italië alleen uitgegeven aan personen beschreven in artikel 31 van Consob Regulation No. 11522/98. Deze publicatie is in de Verenigde Staten van Amerika alleen uitgegeven aan Qualified Institutional Buyers (QIB's) en grote bedrijven.

Cliënten dienen contact op te nemen en hun transacties uit te voeren via analisten van een ING entiteit in hun eigen jurisdictie tenzij toepasselijk recht anders toestaat. ING Bank N.V., haar branches en/of haar dochterondernemingen zijn allen geregistreerd en staan onder toezicht bij de betrokken nationale toezichhouders.

ING Bank N.V. heeft een vergunning van De Nederlandsche Bank (DNB) en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, houdt kantoor aan de Amstelveenseweg 500, 1081 KL Amsterdam, Nederland en is onder nummer 33031431 ingeschreven in het handelsregister van de kamer van koophandel. ING Financial Markets LLC, lid van NYSE, NASD en SIPC en onderdeel van ING, heeft onder de toepasselijke voorwaarden de verantwoordelijkheid geaccepteerd voor de distributie van dit rapport in de Verenigde Staten.

Voor de publicaties in België is de verantwoordelijke uitgever Peter Vanden Houde, Marnixlaan 24, 1000 Brussel.