

# Verslag 2011

Preambule



© 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.



Luc Coene  
Gouverneur

## Woord vooraf

In 2011 zijn de taken van de Bank aanzienlijk uitgebreid. Onze instelling is verantwoordelijk geworden voor het prudentieel toezicht op de financiële instellingen. Met de invoering van het zogenoemde 'Twin Peaks'-model, op 1 april 2011, berust het financieel toezicht op twee pijlers. Enerzijds is er de Bank, die voortaan niet alleen instaat voor het macro-, maar ook voor het microprudentieel toezicht. Anderzijds is er de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten, die moet toezien op de werking van de effectenmarkten, de naleving van de gedragsregels en de bescherming van de consumenten.

De financiële crisis had duidelijk de grenzen aangetoond van de klassieke opdeling in microprudentieel toezicht, gericht op de individuele financiële instellingen, en macroprudentieel toezicht, gericht op de stabiliteit van het financieel systeem in zijn geheel. Zo zorgden de verwevenheid tussen instellingen en markten alsook de specifieke rol van de systeembanken bij financiële besmettingen, voor een sterke wisselwerking tussen de micro- en macroprudentiële dimensie. De crisis heeft bovendien bevestigd dat centrale banken, als laatste kredietgever, nood hebben aan accurate en up to date informatie over de financiële instellingen.

Ook op Europees niveau was er een fundamentele hervorming, met de oprichting, op 1 januari 2011, van het Europees Systeem voor financieel toezicht. Dit bestaat uit het Europees Comité voor systeemrisico's, een orgaan voor macroprudentieel toezicht, en drie Europese toezichthoudende autoriteiten, die in de sectoren van de banken, de verzekeringen en de effectenmarkten het microprudentieel toezicht moeten versterken en de beleggers beter moeten beschermen.

In de Bank werd een nieuwe organisatievorm uitgetekend om de synergie tussen de klassieke taken van een centrale bank en de nieuwe prudentiële bevoegdheden maximaal te laten spelen. Ten grondslag hieraan lag het zogeheten 'vier-ogen'-principe, dat steunt op een combinatie van een verticale en een horizontale benadering, waarbij de analyse van afzonderlijke financiële instellingen wordt getoetst aan systematisch onderzoek per risicocategorie. Dit geïntegreerd risicobeoordelingsproces wordt ondersteund door de andere entiteiten van de Bank, die hun expertise inzake macro-economische analyse of hun kennis van de financiële markten ter beschikking stellen van het prudentieel toezicht.

Als gevolg van deze veranderingen heeft de Bank ook besloten de structuur van het Verslag te wijzigen. Het traditionele deel 'Economische en financiële ontwikkeling' wordt uitgebreid met een analyse van het prudentieel beleid en gepubliceerd in drie volumes: 'Preambule', 'Economische en financiële ontwikkeling' en 'Financiële stabiliteit en prudentieel toezicht'. Net zoals tijdens de voorgaande jaren, zal in maart het 'Ondernemingsverslag' worden gepubliceerd.

Tijdens het afgelopen jaar dijde de overheidsschuldencrisis in Europa uit en kreeg ze een systemisch karakter. De besmetting bereikte niet alleen landen met relatief goede economische fundamentals, zoals België, maar ook het banksysteem, waarin soevereine schuldbewijzen traditioneel de meest solide activa waren. Hierdoor dreigde een vicieuze cirkel te ontstaan van balansafbouw bij de banken, een kredietbeperking die de economische bedrijvigheid afremt, nieuwe overheidsinterventies in het bankwezen en verdere downgrades op het soeverein schuld papier.

De soevereine schuldencrisis heeft zeer duidelijk de tekortkomingen in de structuur van de Europese economische en monetaire unie blootgelegd. Ze heeft aangetoond dat het participeren in een gemeenschappelijke munt, op een gemeenschappelijke economische en financiële markt, tot zeer sterke en zeer complexe interdependenties voert. Een veel sterkere integratie van het economisch beleid is absoluut noodzakelijk.

Uit de geschiedenis van de Europese monetaire unie blijken ook de beperkingen en overdrijvingen van de marktkrachten. Tijdens de eerste tien jaar van het eurogebied reageerden de markten amper, terwijl de macro-economische evenwichtsverstoringen groter werden. Daarna reageerden ze laat en overdreven, waardoor de economie verder werd verstoord.

Het Eurosysteem heeft, conform zijn mandaat, gewaakt over een verankering van de inflatieverwachtingen teneinde inflatie, maar ook deflatie te voorkomen. Daartoe werd de basisrente tijdens de zomer verhoogd, toen de risico's voor prijsstabiliteit toenamen, maar nadien werd ze opnieuw verlaagd tegen de achtergrond van de verslechterde economische situatie. Om de transmissie van dit beleid naar de kosten voor kredietnemers te waarborgen, nam het Eurosysteem een belangrijke reeks niet-conventionele maatregelen inzake liquiditeitsvoorziening, met inbegrip van een driejaars herfinancieringsoperatie die op grote belangstelling kon rekenen.

Tevens werden in de Europese Unie nieuwe financiële stabiliseringsmechanismen (de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit en het Europees stabiliteitsmechanisme) ingesteld, die slechts langzaam operationeel werden. Twijfel hierover alsook over de snelle en integrale uitvoering van sommige budgettaire consolidatieplannen zorgde voor onzekerheid en droeg bij tot vertrouwensverlies op de financiële markten. Daadkrachtige en duidelijke acties in deze domeinen zijn noodzakelijk.

In 2011 werden echter ook de bouwstenen gelegd voor een aanmerkelijke versterking van de Europese economische *governance*. Bijzonder belangrijk waren het sixpack en het nieuwe begrotingspact. Een eerste doelstelling van het sixpack was het aanscherpen van de begrotingsdiscipline door een verstrakking van het stabiliteits- en groeipact. Daarnaast komt er een economisch toezicht op macro-economische evenwichtsverstoringen en op het concurrentievermogen. Het nieuwe begrotingspact omvat een grondige herformulering van de begrotingsregels en nieuwe verbintenissen van de lidstaten van het eurogebied op het vlak van begrotingsbeleid. Een gedegen uitwerking en een rigoureuze implementatie van deze afspraken zijn cruciaal. De budgettaire consolidatie moet samengaan met een doortastend en ambitieus programma van structurele hervormingen. Dit is essentieel om de concurrentiekracht en het groeipotentieel van het eurogebied te verhogen.

---

Door de crisis van de overheidsschulden zijn de structurele handicaps van de Europese financiële instellingen opnieuw sterk naar voren gekomen. Een aantal banken hebben nog steeds overgedimensioneerde balansen met daarin tal van weinig liquide activa. Herstructureringen en stopzettingen van activiteiten, een heroriëntering naar meer stabiele financieringsbronnen en een versteviging van de kapitaalstructuur hebben tijd nodig. In België werden vooral de systemische banken met deze problemen geconfronteerd. Door de financiële crisis werden deze laatste ertoe gedwongen hun op buitenlandse expansie gebaseerd bedrijfsmodel te herzien.

De Dexia-groep werd in 2011 bijzonder zwaar getroffen. Zij was immers sterk blootgesteld aan soevereine risico's en erg afhankelijk van interbancaire financieringen. De groep diende derhalve

grondig te worden gereorganiseerd. De Belgische, Franse en Luxemburgse Staten verleenden de groep een financieringswaarborg ten belope van maximaal € 90 miljard en verschillende entiteiten ervan werden te koop aangeboden. Dexia Bank België en haar dochteronderneming Dexia Verzekeringen België werden door de Belgische Staat aangekocht. De Bank werkte mee aan het ontwerp van het herstructureringsplan, vooral op het vlak van de reorganisatie van de Belgische activiteiten binnen een onafhankelijke structuur. Dit zou moeten bijdragen tot een verkleining van de systeemrisico's en tot een bestending van de handelsactiviteit in België.

---

Met een bbp-groei van 1,9% heeft de Belgische economie in 2011, net als tijdens de voorgaande jaren, relatief goed standgehouden, vooral dankzij een sterk eerste kwartaal. Het economisch beleid in België staat voor twee cruciale uitdagingen: de consolidatie van de overheidsfinanciën en de verhoging van het groeipotentieel tegen de achtergrond van de vergrijzing van de bevolking.

Volgens het stabiliteitsprogramma van april 2011 had het overheidstekort in 2011 moeten krimpen tot 3,6% bbp. Het kwam echter op 4% bbp uit, vooral wegens een te beperkte afname van het structureel tekort. De Belgische overheidsschuld, die in 2011 opliep tot 98,6% bbp, blijft hoger dan die van het eurogebied, al is het verschil flink verkleind. Bovendien wordt het probleem van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën verscherpt door de weerslag van de vergrijzing op de begroting.

De nieuwe federale regering heeft belangrijke maatregelen genomen om België weer op het traject van het stabiliteitsprogramma te brengen, en dit vanuit een meerjarenperspectief. Een doortastende implementatie en een grondige follow-up zijn essentieel. Mocht de doelstelling om het tekort in 2012 te beperken tot 2,8% bbp in het gedrang komen, dan moeten onmiddellijk maatregelen worden genomen voor een duurzame begrotingsconsolidering.

De tweede uitdaging voor de Belgische beleidsmakers bestaat erin het groeipotentieel van de economie op te voeren. Daartoe zijn structurele hervormingen absoluut noodzakelijk, vooral op de arbeidsmarkt en inzake het concurrentievermogen.

Op de arbeidsmarkt moet het aanbod van arbeid niet alleen kwantitatief worden verhoogd, het moet ook kwalitatief worden verbeterd. Dit is van cruciaal belang om de werkgelegenheidsgraad van de 20-64-jarigen, die nog steeds onder het Europees gemiddelde ligt, op te voeren. Een verbetering van de kwaliteit van het arbeidsaanbod impliceert het upgraden van de kwalificaties. Er moet vooral worden geïnvesteerd in vaardigheden voor knelpuntberoepen en in toekomstgerichte jobs.

Ook het concurrentievermogen moet worden versterkt. Dit hangt van verschillende factoren af, zoals het type van de aangeboden producten, de geografische afzetmarkten en het verloop van de productiviteit, de prijzen en de lonen. In het eurogebied zal de nieuwe pijler van het macro-economisch toezicht overigens bijzondere aandacht besteden aan het concurrentievermogen.

Een zwak punt van de Belgische economie is de sterke reactie van de consumptieprijzen op verhogingen van de grondstoffenprijzen. Net als bij vorige opflakkingen is de inflatie in België in 2011 sterk opgelopen, tot 3,5%, tegen 2,3% in 2010. Dit heeft te maken met, onder meer, het vrij zware gewicht van de energiedragers in de consumptieprijsindex en de relatief lagere accijnzen, maar ook met de bepaling van de gas- en elektriciteitsstarieven, die de variabiliteit van de energieprijzen volledig ten laste van de eindgebruiker heeft gelegd. Het is zaak de tarifieringsformules voor deze producten te herbekijken, en de concurrentie op de bewuste markten te verscherpen.

De versnelling van de inflatie leidde, mede via het systeem van de automatische loonindexeringen, tot een forsere toename van de uurloonkosten in de private sector. Inzake loonkostenontwikkeling werden de doelstellingen van de wet van 1996 tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen onvoldoende gehaald. In dat kader zijn de

tendens van de Belgische uitvoer om achter te blijven bij die van de andere Europese landen en de omvang van de langdurige werkloosheid zorgwekkend. Algemeen verdient het aanbeveling bij de loonvorming meer rekening te houden met het productiviteitsverloop en met de specifieke situatie van de verschillende sectoren en ondernemingen. Tevens is het belangrijk dat de typische kwetsbaarheid van de Belgische economie, met name als gevolg van de snelle transmissie van de energieprijzen bij externe schokken, wordt gecorrigeerd.

Om het groeipotentieel van de Belgische economie te verhogen, is het ten slotte van doorslaggevend belang dat duurzaam ondernemen, innovatie en een sterkere economische dynamiek worden gestimuleerd. België moet zich ten volle inschakelen in de Europa 2020-strategie, waarbij een 'slimme' economische groei centraal staat. Een vernieuwing van de productiestructuren en de introductie van nieuwe producten, waarvan de vraag minder prijsgevoelig is, zijn onmisbaar in een steeds sterker geïntegreerde wereldeconomie met een toenemende concurrentie, onder meer vanwege de opkomende landen.

---

De organisatie van het economisch beleid in België ondergaat ingrijpende veranderingen. Enerzijds impliceert de versterking van de Europese economische *governance* een strakkere inkadering van het nationaal economisch beleid, zowel van het begrotings- als van het structureel beleid, en dit vanuit een meerjarenperspectief. Anderzijds zullen als gevolg van de staatshervorming belangrijke bevoegdheden, vooral voor de arbeidsmarkt, aan de deelstaten worden overgedragen. Deze entiteiten zullen ook over een grotere fiscale autonomie beschikken. Dit kan perspectieven bieden voor een effectiever beleid, wat kan bijdragen tot de consolidatie van de overheidsfinanciën en de versteviging van het groeipotentieel van de Belgische economie. Het komt erop aan deze mogelijkheden ten volle te benutten en te voorkomen dat het staatsapparaat nog complexer wordt. Daarom is het zaak om ook in België een systeem van economische *governance* uit te werken, waarbij de verschillende overheden in het land een gedegen, coherent en geloofwaardig economisch beleid voeren. Dit zal het vertrouwen versterken en een duurzame economische groei bevorderen.

# Directiecomité



- 1 **Luc Coene**, GOUVERNEUR
- 2 **Françoise Masai**, VICE-GOUVERNEUR
- 3 **Jan Smets**, DIRECTEUR
- 4 **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- 5 **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
- 6 **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR
- 7 **Mathias Dewatripont**, DIRECTEUR
- 8 **Pierre Wunsch**, DIRECTEUR
- 9 **Luc Dufresne**, SECRETARIS

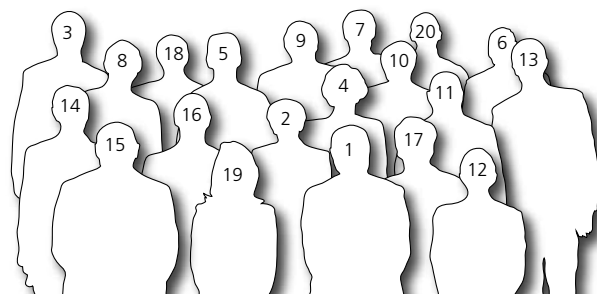




# Regentenraad



- 1 **Luc Coene**, GOUVERNEUR
- 2 **Françoise Masai**, VICE-GOUVERNEUR
- 3 **Jan Smets**, DIRECTEUR
- 4 **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- 5 **Jean Hilgers**, DIRECTEUR
- 6 **Norbert De Batselier**, DIRECTEUR
- 7 **Mathias Dewatripont**, DIRECTEUR
- 8 **Pierre Wunsch**, DIRECTEUR
- 9 **Luc Dufresne**, SECRETARIS
- 10 **Gérald Frère**, REGENT
- 11 **Luc Cortebeek**, REGENT
- 12 **Martine Durez**, REGENT
- 13 **Rudi Thomaes**, REGENT
- 14 **Didier Matray**, REGENT
- 15 **Rudy De Leeuw**, REGENT
- 16 **Karel Van Eetvelt**, REGENT
- 17 **Michèle Detaille**, REGENT
- 18 **Jean-François Cats**, REGENT
- 19 **Sonja De Becker**, REGENT
- 20 **Olivier Henin**, VERTEGENWOORDIGER VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN





# Verlag voorgesteld door de Gouverneur namens de Regentenraad\*

1. Tijdens het afgelopen jaar dijde de overheidsschuldencrisis in Europa uit en kreeg ze een systemisch karakter. De besmetting bereikte niet alleen landen met relatief goede economische fundamentals, zoals België, maar ook het banksysteem, waarin soevereine schuldbewijzen traditioneel de meest solide activa waren. Hierdoor dreigde een vicieuze cirkel te ontstaan van balansafbouw bij de banken, nieuwe overheidsinterventies in het bankwezen en verdere downgrades op het soeverein schuldpapier. Het economisch beleid in Europa heeft hierop gereageerd met een waaier van maatregelen, niet alleen nood- en consolidatieprogramma's, maar ook aanzienlijke hervormingen in de Europese economische *governance*. Cruciale doelstellingen zijn het herstel van het vertrouwen en het terugbrengen van Europa op een pad van duurzame economische groei.

## 1. Internationale omgeving: een stokkend economisch herstel en een vlucht naar veiligheid op de financiële markten

2. Nadat de wereldeconomie zich in 2010 krachtig had hersteld, is de economische groei het afgelopen jaar opnieuw vertraagd. Het expansietempo van het mondiaal bbp zou zijn teruggelopen van 5 % in 2010 tot 3,8 % in 2011. De groei verlangzaamde in zowat alle grote economische regio's. Aan het begin van het jaar bleef hij nog sterk, in het verlengde van het elan van 2010. Daarna volgde een vertraging. De zeer forse stijging van de grondstoffenprijzen tijdens de eerste vier maanden van het jaar erodeerde immers de inkomens van de huishoudens en zette een rem op de consumptie. De aardbeving en de tsunami die Japan in maart teisterden, hadden niet alleen een zware impact op de productie in het land zelf, maar verstoorden ook de productieketens in andere economische zones. Vanaf de zomer ging de groei duidelijker vertragen, mede vanwege de overheidsschuldencrisis in Europa die het vertrouwen van consumenten en ondernemers aantastte. Het hele jaar door werd de vraag trouwens ook afgeremd door begrotingsconsolidaties in verschillende landen.
3. Net als tijdens de voorgaande jaren, waren er significante geografische verschillen. Ondanks een vertraging lieten de opkomende economieën, vooral China en India, opnieuw een sterke groei optekenen; het bbp nam er met respectievelijk 9,3 en 7,7 % toe. In de olieproducerende landen viel de expansie, onder impuls van de gestegen olieprijs, zelfs krachtiger uit dan in 2010. In de ontwikkelde landen bleef de groei beperkter. In de Verenigde Staten, die nog steeds kampten

\* Één regent heeft dit verlag niet goedgekeurd, omdat hij het niet eens is met bepaalde stellingen en aanbevelingen die erin voorkomen.

met aanzienlijke problemen op de vastgoed- en arbeidsmarkt, bedroeg hij 1,7%. In het door rampen getroffen Japan kromp het bbp met 0,3%.

4. De verschillen in economische prestaties waren ook in hoge mate bepalend voor de oriëntatie van het monetair beleid. In de meeste ontwikkelde landen, zoals de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan, werd het expansief beleid voortgezet. In de Verenigde Staten voerde de Federal Reserve haar programma voor de aankoop van overheids effecten, waarover in november 2010 een beslissing was genomen, verder uit. In september 2011 besloot ze tevens de gemiddelde looptijd van haar portefeuille overheidsobligaties te verlengen ('Operatie Twist') met de bedoeling de langetermijnrente te drukken. In opkomende economieën daarentegen, bijvoorbeeld China, verkrapte de monetaire overheid aanvankelijk het beleid teneinde de inflatie te beteugelen. Tegen het einde van het jaar gingen sommige onder hen hun monetair beleid evenwel versoepelen. Zo verlaagde de Chinese centrale bank op 30 november, voor het eerst in drie jaar, de monetaire reservecoëfficiënt.
5. De wereldhandel groeide in 2011, met 6,7%, aanzienlijk trager dan in 2010 (12,6%). Het verloop tijdens het jaar bleek erg grillig. Aanvankelijk was de groei zeer robuust. Tijdens het tweede kwartaal verzwakte hij vanwege de rampen in Japan. Vanaf het derde kwartaal trad er een herstel op, dat echter werd afgeremd door de vertragende economische groei.
6. De betalingsbalansen bleven wereldwijd zwaar verstoord. Het overschot op de lopende rekening van China kromp weliswaar van 5,2% bbp in 2010 tot 3,1% in 2011, terwijl het tekort van de Verenigde Staten slechts in zeer geringe mate afnam, van 3,2 tot 3% bbp. Daartegenover was de lopende rekening van het eurogebied als geheel ongeveer in evenwicht. Door de stijging van de aardolieprijzen in de eerste helft van het jaar, nam het overschot van de olieproducerende landen echter sterk toe. Deze betalingsbalansverstoringen blijven een bron van kwetsbaarheid en spanning in de wereldeconomie. Ze stimuleren protectionistische impulsen en impliceren een ernstig risico op een ongeordende afwikkeling. In november hebben de landen van de G20 op de top van Cannes een actieplan opgesteld voor groei en tewerkstelling. Er zijn nog steeds meer doortastende beleidsmaatregelen nodig om de mondiale vraag in de wereldeconomie te herbalanceren, in het bijzonder een verhoging van het sparen in deficitlanden en een opvoering van de binnenlandse vraag in surpluslanden. Het verdient tevens aanbeveling de rol van het IMF te versterken op het vlak van de surveillance van de wereldeconomie.
7. Het verslagjaar droeg echter vooral het stempel van een zeer intense vlucht naar veiligheid op de financiële markten. Dit uitte zich in forse prijsstijgingen voor goud, de Zwitserse frank en de Japanse yen en in dalingen van het rendement op Amerikaanse, Japanse en Duitse overheidsobligaties. Aan het begin van het jaar werd de risicoaversie mede veroorzaakt door de politieke onzekerheid omtrent de gebeurtenissen in Noord-Afrika en het Midden-Oosten. Later in het jaar nam, zowel in de Verenigde Staten als in Europa, de bezorgdheid over het economisch beleid ten aanzien van de beheersing van de overheidsschulden toe. Dat was vooral het geval in het eurogebied. Dit lijkt paradoxaal vermits het eurogebied in tal van domeinen, bijvoorbeeld de buitenlandse rekening, het overheidstekort en ook de overheidsschuld, betere resultaten boekt dan de Verenigde Staten. Een en ander wijst erop dat de Europese overheidsschuldencrisis vóór alles te maken heeft met een gebrek aan coherentie van het economisch beleid in het eurogebied.

## 2. Verscherping van de soevereine schuldencrisis in Europa

8. De overheidsschuldencrisis betekende het begin van een nieuwe fase in de wereldwijde financiële crisis. Deze laatste was in de zomer van 2007 begonnen met de zeer ernstige problemen rond de rommelkredieten in de Verenigde Staten. De crisis bereikte een eerste piek met het faillissement van Lehman Brothers in september 2008. Het financieel systeem

werd hierdoor zwaar ontwricht en de centrale banken waren gedwongen de functies van de interbancaire markt grotendeels over te nemen. Ook voor de overheidsfinanciën had de crisis niet te verwaarlozen gevolgen. Niet alleen moest de Staat in verschillende landen het financieel systeem ondersteunen, de overheidsfinanciën werden ook verzwakt door de recessie, zowel door de werking van de automatische stabilisatoren als door stimuleringspakketten.

9. Ook na het economisch herstel in 2010 bleven zowel de overheidsfinanciën als het financieel systeem getekend door de crisis. Net als bij eerdere bankcrises, werd de economische groei gedrukt door de sanering van de schuldposities die zowel in de private sector als bij de overheid waren opgebouwd. Bovendien werd het groeipotentieel van de economie getroffen door, onder meer, de stijging van de structurele werkloosheid en de aanscherping van de financieringsvoorwaarden voor de ondernemingen in sommige landen.
10. De soevereine schuldencrisis heeft ook zeer duidelijk de tekortkomingen in de structuur van de Europese economische en monetaire unie blootgelegd. De Europese monetaire unie, met een munt zonder politieke unie, was steeds een 'navigeren in niet-verkende wateren'. Door de overheidsschuldencrisis is het debat over de relatie tussen monetaire en politieke unie weer op gang gekomen. De crisis heeft onmiskenbaar aangetoond dat het participeren in een gemeenschappelijke munt, op een gemeenschappelijke economische en financiële markt, tot zeer sterke en zeer complexe interdependenties voert. Een veel sterkere integratie wat het economisch beleid betreft, is absoluut noodzakelijk. Een eerste domein betreft het budgettair beleid. Discipline op begrotingsvlak is een duidelijke vereiste voor een duurzame monetaire unie. Het was steeds een van de centrale thema's in de discussies over het economisch bestuur van de Europese monetaire unie. In het verslag Delors van 1989 werd reeds uitdrukkelijk gesteld dat 'bindende regels op begrotingsgebied' strikt noodzakelijk zijn voor het vlot functioneren van een monetaire unie. Regels voor het begrotingsbeleid werden uitgewerkt in het Verdrag van Maastricht en in het stabiliteits- en groeipact (SGP). Toen bleek dat grote landen dit pact niet naleefden, werd het in 2005 jammer genoeg versoepeld. *Peer pressure* werd aldus *peer neglect*. Een tweede pijnpunt, dat veel minder aandacht kreeg, had betrekking op economische evenwichtsverstoringen van meer algemene aard en op het concurrentievermogen. Mede door de convergentie van de nominale rentes binnen de monetaire unie werd de economische expansie in sommige landen, zoals Spanje of Ierland, gestimuleerd. Dat was vooral het geval in de vastgoedsector. Hierdoor namen ook de prijzen en lonen veel sterker toe dan elders, wat op zijn beurt de concurrentiepositie van deze landen aantastte. Bovendien werd de binnenlandse vraag er verder gestimuleerd, zowel door de forse inkomensstijgingen als door de lagere reële rente. Zo werden de onevenwichten in deze economieën nog groter, met excessieve kredietverlening en buitensporige schuldopbouw, zeepbellen op de vastgoedmarkten en vaak enorme lopende tekorten op de betalingsbalans. Van het economisch beleid kwam er zogoed als geen reactie, aangezien veeleer het idee heerste dat er een reële convergentie plaatsgreep. Het resultaat was een uitgesproken *boom bust cycle*.
11. Uit de geschiedenis van de Europese monetaire unie blijken ook duidelijk de beperkingen en overdrijvingen van de marktkrachten. Tijdens de eerste tien jaar van het eurogebied reageerden de markten amper, terwijl de macro-economische evenwichtsverstoringen groter werden. Daarna reageerden ze laat en overdreven, waardoor de economie verder werd verstoord. De besmettingseffecten die in 2011 op de Europese financiële markten werden opgetekend, waren ongekend, al waren er gelijkenissen met de crisis van 1992-1993 in het Europees Monetair Stelsel. Het ging in eerste instantie om besmettingen tussen de soevereine schuldenmarkten van landen met structurele problemen. Zo verkochten beleggers de overheidsschuld van landen zoals Spanje en Italië teneinde minder blootgesteld te zijn aan zwakkere economieën.
12. Initieel reageerden de Europese beleidsmakers evenwel zeer aarzelend en weinig doortastend op de crisis. De omvang van de Griekse schuldencrisis werd veel te laat erkend en onvoldoende stevig aangepakt. De onzekerheid over de betrokkenheid van de private sector bij een

herschikking van de Griekse overheidsschuld schrok de beleggers verder af. De nieuwe Europese crisismechanismen bleken aanvankelijk té beperkt en werden slechts langzaam geïmplementeerd. Aanvankelijk werd er bij de hervorming van de Europese economische *governance* onvoldoende vooruitgang geboekt. Bovendien communiceerden de beleidsmakers vaak onduidelijk over de nieuwe maatregelen. Door hun aarzelende houding verloren ze hun greep op de financiële markten en creëerden ze onzekerheid, wat resulteerde in aanzienlijke excessen op de markten. De beleidsmakers en de financiële markten leefden in twee duidelijk verschillende werelden. Onder zware druk van de markten, werkten eerstgenoemden slechts langzaam maatregelen uit, die gebaseerd waren op compromissen en niet altijd even duidelijk bleken. De financiële markten, daarentegen, die onzekerheid verafschuwden, vroegen onmiddellijke en klare actie. Een en ander leidde uiteraard tot een zwaar verlies van vertrouwen op de financiële markten die, vooral vanaf de herfst, ook begonnen te speculeren op het opbreken van het eurogebied. Het gevolg was een grotere volatiliteit op de markten en een verdere verzwakking van de vraag naar soevereine schuldpapier. Door de stijgende rentes werd de houdbaarheid van de overheidsschuld nog meer ter discussie gesteld en dreigden de verwachtingen van de beleggers te worden bewaarheid.

13. De crisis rond de overheidsschuld bleef voortwoekeren, niet alleen naar landen met relatief stevige fundamentals, maar ook naar banken die omvangrijke portefeuilles overheidseffecten aanhielden. Deze banken zagen derhalve hun financieringsmogelijkheden afnemen, hun financieringskosten toenemen en hun solvabiliteit verzwakken. Een en ander bracht, vanwege de balansafbouw door de banken, een gevaarlijke wisselwerking tot stand. Dit had niet alleen directe gevolgen voor de overheden – de banken stootten immers overheidsobligaties af –, maar dreigde ook voor bedrijven en huishoudens een kredietschaarste te veroorzaken, die nadelig zou zijn voor de economische groei. In verschillende landen diende de overheid bovendien te interveniëren ter ondersteuning van het banksysteem, waardoor de overheidsfinanciën er kwetsbaarder werden. Bovendien rees op de financiële markten twijfel over het vermogen van de overheid in sommige landen om in te grijpen, met een verdere stijging van de spreads op overheidsobligaties tot gevolg.
14. De spanningen op de financiële markten hadden ook een impact op de economische bedrijvigheid in het eurogebied. In het eerste kwartaal bleef de groei, voortbouwend op het elan van 2010, nog zeer krachtig. Vanaf het tweede kwartaal vertraagde hij en in de tweede helft van het jaar viel hij stil, voornamelijk vanwege de teruglopende binnenlandse vraag. Over heel 2011 nam het bbp in het eurogebied met 1,6 % toe, tegen 1,8 % in 2010. De geografische heterogeniteit was groot. Duitsland, Oostenrijk, Finland, Slowakije en Estland groeiden stevig. Griekenland en Portugal, daarentegen, zagen hun bbp teruglopen. In het eurogebied als geheel, en ook in de meeste lidstaten, heeft het bbp zijn niveau van 2007 vooralsnog niet opnieuw bereikt. Dat geldt vooral voor landen waar de groei tevoren op een buitensporige schuldopbouw berustte. Het overheidstekort in het eurogebied is afgenomen van 6,2 % bbp in 2010 tot 4,1 % in 2011, vooral dankzij consolideringsmaatregelen. Slechts in vier landen (Estland, Luxemburg, Finland en Duitsland) kwam het tekort onder 3 % bbp uit. Aan het begin van het jaar liep de inflatie verder op, vooral onder impuls van de prijsstijgingen op de grondstoffenmarkten. In 2011 steeg het geharmoniseerde indexcijfer van de consumptieprijzen met 2,7 %.

### 3. Het economisch beleid in Europa: crisismanagement, maar ook belangrijke hervormingen in de economische *governance*

15. De Europese autoriteiten hebben op de overheidsschuldencrisis gereageerd met een waaier van maatregelen, niet alleen crisismanagement, maar ook nieuwe mechanismen voor crisisbestrijding en belangrijke hervormingen in het economisch bestuur van het eurogebied. Die maatregelen zijn erop gericht de rust op de financiële markten te herstellen en het groeipotentieel van de Europese economie structureel te versterken.

16. Het Eurosysteem heeft op de financiële onrust gereageerd conform zijn opdracht en de principes van het modern centraal bankieren. De primaire doelstelling om op middellange termijn de prijsstabiliteit te garanderen, komt daarbij op de eerste plaats.
17. Het monetairbeleidskader van het Eurosysteem is gebaseerd op het *separation principle*. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen, enerzijds, de rentebeslissingen en, anderzijds, het liquiditeitsbeleid, dat vooral gericht is op de kredietverstrekking aan de financiële instellingen. Tijdens de financiële crisis introduceerde het Eurosysteem, net als de meeste centrale banken wereldwijd, een aantal niet-conventionele beleidsmaatregelen. Deze laatste werden genomen met als belangrijkste doelstelling het transmissiemechanisme van het monetair beleid te vrijwaren, zodat het rentebeleid ten volle prijsstabiliteit kan nastreven. Zo ondersteunen de niet-conventionele maatregelen de banken en, op die manier, de financiering van de reële economie. Ze dragen er tevens toe bij de besmetting op de financiële markten te beperken.
18. In 2011 werd het monetair beleid aanvankelijk geconfronteerd met toenemende risico's voor de prijsstabiliteit. Die risico's waren vooral verbonden aan het, bij de aanvang van het jaar, doorzettende activiteitsherstel en aan het gevaar voor een doorberekening van eerdere stijgingen van de grondstoffenprijzen in een omgeving van aantrekkende groei. De Raad van Bestuur van de ECB trok in april en in juli de centrale beleidsrente met telkens 25 basispunten op, tot 1,50 %. Vanaf de zomermaanden veranderde de economische situatie echter grondig. Vooral de verscherping van de overheidsschuldencrisis had een zware impact op de verwachtingen van ondernemers en consumenten. Aangezien de inflatie in 2012 zal afnemen, werd de centrale beleidsrente in november en december met telkens 25 basispunten verlaagd, tot 1 %. Conform zijn opdracht om op middellange termijn prijsstabiliteit te garanderen, heeft het Eurosysteem zodoende bijgedragen tot de verankering van de inflatieverwachtingen, een essentiële voorwaarde om de prijsstabiliteit te handhaven en zowel deflatie als inflatie te voorkomen.
19. De verscherping van de overheidsschuldencrisis, die de werking van het bank- en financiewezen danig verstoorde, noopte de Raad van Bestuur er ook toe nieuwe niet-conventionele maatregelen te nemen. In augustus 2011 werd besloten de aankopen van overheidsobligaties, in het kader van het Securities Markets Programme, uit te breiden tot aankopen van Spaans en Italiaans overheidspapier. In oktober kondigde de Raad een tweede aankoopprogramma van gedekte obligaties aan. Voorts werden in oktober twee extra langerlopende herfinancieringstransacties aangekondigd, voor oktober en december 2011, met een looptijd van respectievelijk ongeveer 12 en 13 maanden. In december werd een nieuw pakket kredietondersteunende maatregelen goedgekeurd. Deze omvatten twee herfinancieringstransacties met een looptijd van drie jaar en met een optie van vervroegde terugbetaling na een jaar, een vermindering van de monetaireserverratio van 2 tot 1 %, en een uitbreiding van de lijst van aanvaard onderpand.
20. In het kader van het Europees crisismanagement werden, in samenwerking met het IMF, voor een aantal landen noodfinancieringspakketten uitgewerkt. Hieraan waren strikte voorwaarden verbonden in de vorm van doortastende economische maatregelen. Net als voor Griekenland en Ierland in 2010, werd in mei 2011 voor Portugal een pakket opgezet. Deze landen boekten vooruitgang op het vlak van begrotingsconsolidering en, behalve voor Griekenland, herstel van het concurrentievermogen. Vooral de prestatie van Ierland was bemoedigend. Voor Griekenland echter, dat ondanks belangrijke maatregelen onvoldoende voortgang had geboekt, mede ten gevolge van de inkrimping van de productie, besloot de Europese Raad in juli en oktober 2011 een nieuw steunpakket uit te werken, waar ook de private sector bij werd betrokken.
21. De Europese Unie heeft tevens nieuwe mechanismen voor crisisbestrijding ingesteld. Deze maken deel uit van een geheel van hervormingen die, via een aanzienlijke versterking van de Europese economische *governance*, de oorzaken van de overheidsschuldencrisis aanpakken.

22. In mei 2010 werden twee tijdelijke financiële stabiliseringsmechanismen gecreëerd, namelijk het Europees financieel stabilisatiemechanisme (EFSM) en de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS). Op de Europese top van december 2010 werd bovendien overeenstemming bereikt over een beperkte verdragswijziging met betrekking tot de oprichting van een toekomstig permanent crisismechanisme, het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM). Tijdens de eurotop van 21 juli 2011 besloten de staats- en regeringsleiders van het eurogebied de flexibiliteit van de EFFS en het ESM te verhogen. Zo kunnen beide ook worden ingezet voor kredieten aan landen zonder programma, voor de herkapitalisatie van financiële instellingen en voor interventies op de secundaire obligatiemarkten. Vervolgens werd op de eurotop van 26 oktober 2011 besloten de vuurkracht van de EFFS op te voeren via een hefboomwerking. Op de eurotop van 9 december 2011 werd overeengekomen de inwerkingtreding van het verdrag betreffende het ESM te vervroegen naar juli 2012. Het ESM-verdrag zal eveneens worden aangepast. Zo zullen, wat de betrokkenheid van de private sector betreft, de beginselen en praktijken van het IMF strikt worden nageleefd. Aan de stemregels zal ook een noodprocedure worden toegevoegd. Tevens zullen de lidstaten nagaan of er, in de vorm van bilaterale leningen, extra middelen ter beschikking kunnen worden gesteld van het IMF.
23. Voor een duurzame oplossing van de schulden crisis in Europa moeten uiteraard de oorzaken van de crisis worden aangepakt. Economische *governance* – een versterking van de economische pijler van de EMU – werd aldus een belangrijk thema. In dat kader werd een specifieke taskforce opgericht, voorgezeten door de Permanente Voorzitter van de Europese Raad, Herman Van Rompuy. Het eindverslag van deze werkgroep werd goedgekeurd op de Europese Raad van oktober 2010. De Europese Commissie heeft eind september 2010, in het kader van de versterking van de economische *governance*, zes wetgevende voorstellen uitgewerkt, het zogenoemde sixpack. Het Europees Parlement keurde dit laatste goed op 28 september 2011, de Ecofin-Raad op 4 oktober 2011. Een eerste doelstelling is het aanscherpen van de begrotingsdiscipline door een verstrakking van het stabiliteits- en groeipact. Om de uitvoerbaarheid van dit laatste te versterken, kunnen sancties vroeger, bij de preventieve arm ervan, worden toegepast; voor de goedkeuring van deze sancties werd de omgekeerde meerderheidsregel geïntroduceerd. Deze nieuwe regel betekent dat aanbevelingen van de Europese Commissie worden aangenomen, tenzij de Raad ze met een gekwalificeerde meerderheid verwerpt. Daarnaast komt er een economisch toezicht op macro-economische evenwichtsverstoringen en op het concurrentievermogen. Daartoe wordt een nieuwe ‘procedure bij buitensporige onevenwichtigheden’ ingesteld. Bovendien wordt de ex ante beleidscoördinatie geïntensiveerd met het zogeheten Europees semester. Hierbij wordt voor alle toezichtmechanismen één enkel tijdschema ingevoerd en moeten de nationale hervormingsprogramma’s en de stabiliteits- of convergentieprogramma’s reeds in het voorjaar aan de Europese Commissie worden voorgesteld. Het Europees semester ging van start op 1 januari 2011.
24. Op de Europese top van 9 december 2011 werden nieuwe stappen naar een sterkere economische unie overeengekomen, in het bijzonder een nieuw begrotingspact. Hierbij wordt een nieuwe begrotingsregel ingesteld, waarbij het jaarlijks structureel tekort, in de regel, 0,5% bbp niet te boven gaat. Deze regel moet door de lidstaten in de nationale regelgeving worden opgenomen op constitutioneel of gelijkwaardig niveau. Er wordt ook een automatisch correctiemechanisme ingebouwd, dat in werking treedt indien van de regel wordt afgeweken. Voorts zal de coördinatie van het economisch beleid worden versterkt. Zo wordt de procedure bij buitensporige overheidstekorten aangescherpt, onder meer door een verdere uitbreiding van het gebruik van de omgekeerde meerderheidsregel.
25. Alles samen werden in 2011 de bouwstenen aangereikt voor een aanmerkelijke versterking van de Europese economische *governance*. Bijzonder belangrijk waren het sixpack en het nieuwe begrotingspact. Een gedegen uitwerking en een rigoureuze implementatie van deze afspraken zullen cruciaal zijn om het vertrouwen van de financiële markten te herstellen. De



budgettaire consolidatie moet ook samengaan met een doortastend en ambitieus programma van structurele hervormingen. Dit is essentieel om de concurrentiekracht en het groeipotentieel van het eurogebied te verhogen. De nieuwe mechanismen van crisisbestrijding moeten verder worden geïmplementeerd en worden ingezet om de onrust op de financiële markten tot bedaren te brengen. Het Eurosysteem zal zijn rol van stabiliteitsanker blijven vervullen. Het garanderen van prijsstabiliteit en het verankeren van de inflatieverwachtingen is de beste manier waarop het Eurosysteem kan bijdragen tot duurzame groei, werkgelegenheidscreatie en financiële stabiliteit.

#### 4. Een nieuw kader voor de financiële stabiliteit in Europa en in België

26. De financiële crisis heeft tevens de noodzaak aangetoond van een sterkere organisatie van de prudentiële functie in Europa, die moet worden ingebed in het ruimer perspectief van de aanpassing van de algemene *governance* structuur van de EU. Er werd een belangrijke stap gezet met de oprichting, op 1 januari 2011, van het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB), een Europees orgaan voor macroprudentieel toezicht, en van de European Supervisory Agencies (ESA's), die in de drie sectoren van de banken, de verzekeringen en de effectenmarkten het microprudentieel toezicht in Europa moeten versterken, vooral wat de grensoverschrijdende aspecten betreft. Het ESRB en de ESA's moeten samen een primordiale rol spelen bij het opsporen van systeemrisico's, de verbetering en harmonisering van de toezichtpraktijken en de samenwerking tussen nationale autoriteiten, onder meer door aanbevelingen te formuleren of toezichtnormen uit te vaardigen.
27. Het harmonieus inschakelen van België in dit Europees kader werd vergemakkelijkt door de invoering, op 1 april 2011, van een nieuw model, het 'Twin Peaks'-model, dat het prudentieel toezicht op de financiële instellingen toevertrouwt aan de Bank, terwijl een andere instelling, de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA), moet toezien op de vlotte werking van de effectenmarkten, de naleving van de gedragsregels en de bescherming van de consumenten. De integratie, binnen één enkele autoriteit, van het toezicht op de stabiliteit van het financieel systeem in zijn geheel en op die van elke instelling waaruit dat systeem bestaat, maakt het mogelijk het onderzoek van de afzonderlijke instellingen te toetsen aan systematische analyses per risicocategorie.
28. Deze nieuwe toezichtstructuren, die onmiddellijk op de proef werden gesteld door de spanningen op de financiële markten, behoeven een versteviging van de regelgeving, in het bijzonder om de solvabiliteit van de banken snel te verbeteren. Het uitkeren van dividenden of het betalen van bonussen moet strikt afhankelijk worden gemaakt van een aanpassing aan de nieuwe Bazelregels. Ofschoon deze normen een aanzienlijke verhoging van het eigen vermogen impliceren, heeft het comité in een vrij lange overgangperiode voorzien om de instellingen de tijd te geven die nodig is om zich aan de nieuwe normen aan te passen. De duur en de moeilijkheidsgraad van dit aanpassingsproces zorgen evenwel voor onzekerheid op de markten en ze houden het gevaar in van een – voor de economie nefaste – inkrimping van het bankkrediet.
29. Deze problemen waren vooral voelbaar tijdens de door de European Banking Authority (EBA) gecoördineerde stresstests van de systemische banken in de EU. Een eerste oefening tijdens de eerste helft van 2011 zette verschillende instellingen er inderdaad toe aan vooruit te lopen op de publicatie van de resultaten eind juli door, bij het begin van het jaar, kapitaalsverhogingen door te voeren of nieuwe herstructureringen te bespoedigen. Deze ingrepen vonden echter slechts weinig weerklank omdat de markten voornamelijk focusten op de nog te leveren inspanning. De EBA werd er dus toe gebracht aan het einde van het jaar een nieuwe test uit te voeren, specifiek gericht op de risico's verbonden aan de blootstelling van de grote Europese

banken aan soevereine schulden. Deze supplementaire oefening beklemtoonde weliswaar specifiek de negatieve weerslag, op de solvabiliteit, van de minderwaarden op de schulden van de Staten, maar ze vestigde tevens de aandacht op de enorme druk die de banken ondervinden om hun kapitaalpositie te verbeteren. De mogelijkheden die worden geboden door winstreservering – de meest natuurlijke optie – worden beperkt door de conjuncturele situatie die de rentabiliteit aantast, terwijl de huidige marktvoorwaarden de nieuwe kapitaaluitgiften zo niet onmogelijk, dan toch extreem duur maken. De banken kunnen op dat ogenblik geneigd zijn hun balansomvang snel in te krimpen, op gevaar af het kredietaanbod eventueel te moeten inperken. Een dergelijke rantsoenering komt in België nog niet voor, maar in sommige landen van de EU lijken er voortekenen te zijn.

30. Het op Europees niveau harmoniseren van de definitie en kalibratie van kapitaal blijft niet beperkt tot de banksector, maar dekt tevens de sector van de verzekeringen waarvoor in 2013 geleidelijk nieuwe voorschriften – Solvabiliteit II – zullen worden ingevoerd, die op 1 januari 2014 volledig in werking zullen treden. De regelgeving poogt overigens verschillende andere dimensies dan het niveau van het eigen vermogen te dekken. Er moet nog heel wat vooruitgang worden geboekt op het vlak van met name het kwantificeren van de risico's. De interne modellen van de individuele banken en de praktijken van de nationale toezichhouders lopen immers nog sterk uiteen. Zo heeft de overheidsschuldencrisis aangetoond dat de risico's verbonden aan a priori zeer gestandaardiseerde posities, bijvoorbeeld posities die bestaan uit door één enkele Staat uitgegeven effecten, op zeer heterogene wijze konden worden gewogen.
31. Besmettingsverschijnselen als gevolg van de verwevenheid tussen instellingen of markten kunnen ook systeemrisico's veroorzaken die de algehele stabiliteit van een of meerdere nationale financiële stelsels in het gedrang kunnen brengen. De lidstaten van de EU zouden dus, binnen duidelijk afgebakende grenzen, een zekere armslag moeten kunnen behouden om zwaardere minimumvereisten op te leggen indien prioriteiten van macroprudentiële aard zulks rechtvaardigen.
32. Tot slot moet erop worden toegezien dat de kredietinstellingen, op hun actief, over voldoende kwaliteitsvolle liquide tegoeden beschikken en, op hun passief, over stabiele financieringsbronnen om het hoofd te kunnen bieden aan liquiditeitsproblemen. Hoewel deze nieuwe prudentiële vereisten vóór alles op het geconsolideerde niveau moeten worden nagekomen, zouden ze ook voor de individuele componenten moeten gelden, wat betekent dat de intragroepsstromen moeten worden begrensd en dat eventuele concentratierisico's op *exposures* van de ene entiteit tegenover de andere moeten worden beperkt.
33. Dergelijke regelingen zullen de grote kredietinstellingen weliswaar beperkingen opleggen. Deze restricties blijven echter onvermijdelijk zolang het beheer en de oplossing van bankcrises voornamelijk een zaak van de nationale autoriteiten blijft. De recente ontwikkelingen hebben er immers aan herinnerd dat de desbetreffende Europese procedures zich vooralsnog in een embryonaal stadium bevinden. Teneinde de kosten te verlagen en de lasten van bankfaillissementen van grensoverschrijdende instellingen billijk te verdelen, werkt de Europese Commissie voorstellen uit om het arsenaal aan preventieve, curatieve en resolutiemaatregelen te verstevigen en te harmoniseren, met onder meer een bijdrage van de crediteuren, mechanismen voor de coördinatie tussen de nationale autoriteiten en een bemiddelende rol van de EBA bij meningsverschillen.

## 5. De overheidsschuldencrisis en het Belgisch financieel stelsel

34. Door het probleem van de overheidsschulden zijn de structurele handicaps die door de crisis van 2008 aan het licht waren gebracht en die de sector sindsdien slechts gedeeltelijk heeft kunnen goedmaken, opnieuw opgedoken. Een aantal Europese banken hebben nog steeds

overgedimensioneerde balansen met daarin tal van weinig liquide activa. De plannen inzake herstructurering en stopzetting van activiteiten konden vaak niet worden voltooid vanwege het ongunstig financieel klimaat, terwijl heroriëntering naar meer stabiele financieringsbronnen en een versteviging van de kapitaalstructuur tijd vergen. In België gelden deze moeilijkheden in het bijzonder voor de systemische banken, die er door de financiële crisis toe worden gedwongen een bedrijfsmodel te heroverwegen dat ze reeds jaren geleden ontwikkelden. Toen trachtten deze banken, door zich op buitenlandse markten te begeven, het concurrentievoordeel te valoriseren dat verbonden was aan een stevige depositobasis die de financieringsbehoeften van de nationale economie ruimschoots overschreed.

35. Hun internationaal expansiebeleid kon geruime tijd steunen op een vrij brede sociale consensus aangezien het bron was van werkgelegenheid, belastingontvangsten en ontwikkeling van expertisecentra in België. Het deed echter twee soorten van problemen rijzen. Om te beginnen, gingen de naar aanleiding van de nieuwe activiteiten ontstane financieringsbehoeften al gauw de bij de Belgische deposanten verzamelde nettomiddelen overschrijden. Hierdoor moesten de banken zich wenden tot de internationale interbancaire markt, waarvan het opdrogen een van de voornaamste symptomen van de twee recente crises is gebleken. De Belgische banken gaven overigens voor een deel toe aan de illusie, die door tal van financiële instellingen in andere landen werd gedeeld, om een toename van de rentabiliteit – goeddeels het gevolg van een agressiever risicogedrag – te gauw uitsluitend toe te schrijven aan hun degelijk bestuur of aan de resultaten van een geslaagd diversifiëringsbeleid. In sommige gevallen, en in het bijzonder voor de Dexia-groep, werd dit toezichtsprobleem nog verscherpt door een systeem van *bedrijfs-governance* waarin de activiteiten deels werden beheerd door entiteiten, en gesuperviseerd door autoriteiten, van verschillende landen.
36. Door de crisis van 2008 kwam deze expansiefase bruusk tot stilstand, wat de grote Belgische banken ertoe dwong om, in overleg met de Belgische en Europese overheidsinstanties, omvangrijke herstructureringsprogramma's op te starten. Tijdens het uitvoeringsproces van deze plannen, die op aanzienlijke overheidssteun konden rekenen, werd evenwel duidelijk dat er een grote kloof bestond tussen de tijd die vereist is om steeds complexer wordende financiële activiteiten te plannen en te heroriënteren, enerzijds, en het tempo van de marktreacties, anderzijds. De genomen maatregelen hielpen weliswaar de risicoprofielen afzwakken, het beroep op *wholesale* financiering verminderen, het eigen vermogen versterken en de rentabiliteit herstellen. Op die manier kon de Belgische banksector, die in 2008 een zwaar verlies van € 21,2 miljard had geleden, zijn tekort in 2009 beperken tot € 1,2 miljard; in 2010 boekte hij een winst van € 5,6 miljard. Doordat de spanningen op de financiële markten in 2011 oplaaiden, werden de resultaten evenwel opnieuw slechter; algemeen beschouwd, werd er over de eerste negen maanden van het jaar amper een evenwicht bereikt.
37. De Dexia-groep werd bijzonder zwaar getroffen omdat deze sterk afhankelijk is van interbancaire financieringen en zwaar blootgesteld is aan soevereine risico's of aan risico's verbonden aan andere overheidsentiteiten. Deze groep diende derhalve grondig te worden gereorganiseerd. De Belgische, Franse en Luxemburgse Staten verleenden haar een financieringswaarborg ten belope van maximaal € 90 miljard en verschillende entiteiten ervan werden te koop aangeboden. Dexia Bank België en haar dochteronderneming Dexia Verzekeringen België werden door de Belgische Staat aangekocht voor € 4 miljard. De Bank werkte mee aan het ontwerp van het herstructureringsplan, vooral op het vlak van de reorganisatie van de Belgische activiteiten binnen een onafhankelijke structuur. Hierdoor zouden de systeemrisico's kleiner moeten worden en de handelsactiviteit in België bestendig.
38. Ook de economische vertraging en de impact daarvan op de werkgelegenheid houden voor de financiële sector risico's in die meer specifiek worden bewaard op bepaalde bijzonder conjunctuurgevoelige markten, zoals de vastgoedmarkt. Sommige Belgische financiële instellingen dienden aldus omvangrijke voorzieningen aan te leggen op de hypothecaire

kredieten die werden verstrekt in landen zoals Ierland en Hongarije. Hoewel er momenteel geen tekenen zijn die er manifest op wijzen dat de vastgoedmarkt in België fors verslechtert, roept de haast onafgebroken prijsstijging er des te meer op tot waakzaamheid aangezien een nieuwe toename van de werkloosheid het terugbetalingsvermogen van de kredietnemers zou kunnen aantasten. De uitdijende effecten van de overheidsschuldencrisis naar een groter aantal Staten van het eurogebied hadden overigens ook een weerslag op verschillende Belgische banken of verzekeringsmaatschappijen vanwege de belangrijke rol die deze beide sectoren reeds jaar en dag spelen in de financiering van de overheidsschulden.

39. Dat de grote banken zich deels op hun binnenlandse markt aan het terugplooiën zijn, belicht in feite nogmaals de structurele sterke en zwakke punten die de financiële sector precies had trachten te betrekken in zijn internationaal expansieproces. De Belgische financiële markt heeft een hoge dichtheid, wat maakt dat ze dus al met al slechts beperkte mogelijkheden inzake winstgroei biedt. Dit is ontegenzeggelijk een handicap in een omgeving waarin winstinhouding wordt beschouwd als een belangrijke manier om eigen vermogen op te bouwen. Daarentegen verwerven de bij huishoudens aangetrokken deposito's, vanwege de teruggang van de buitenlandse activiteiten, een groter aandeel in de totale financieringsstructuur van de Belgische banken, terwijl ze ook een aantrekkingskracht uitoefenen op buitenlandse bankgroepen, die ertoe worden aangespoord zich in België te vestigen. Deze vrij stabiele financieringen, die gesteund zijn op de deposito's van de particulieren, moeten binnen de gemeenschappelijke markt weliswaar vrij kunnen circuleren, maar de regels inzake goed beheer vereisen dat hun interne transferprijzen tussen de diverse activiteiten en de verschillende dochterondernemingen van eenzelfde bankgroep correct worden bepaald, temeer daar de financiële instellingen concurreren met de effectenmarkten, waarop kredietgevers en kredietnemers rechtstreeks met elkaar in contact komen. Het succes van het rechtstreeks beroep dat de Belgische Staat recentelijk op de particulieren heeft gedaan bij de uitgifte van de laatste Staatsbons, is een voorbeeld van de mogelijke verschuivingen tussen financieringskanalen; het toont ook aan dat de kruiselingse subsidies tussen financiële producten of financiële markten steeds minder gemakkelijk te handhaven en te rechtvaardigen zullen worden, ongeacht of ze zijn ingegeven door commerciële strategieën of berusten op fiscale regelgeving.

## 6. Het economisch beleid in België: de overheidsfinanciën consolideren en het groeipotentieel versterken

40. De versterking van het economisch bestuur op Europees niveau heeft ook aanzienlijke implicaties voor het economisch beleid in België, dat zich in dit nieuw Europees kader moet inpassen. Het nieuw Europees kader verhoogt de transparantie van het Belgisch beleid, versterkt de geloofwaardigheid ervan en geeft duidelijke richtsnoeren aan. Deze laatste stemmen trouwens overeen met de eigen uitdagingen van het beleid in België, namelijk de consolidatie van de overheidsfinanciën – die net als in de meeste andere landen beïnvloed zullen worden door de toenemende lasten van de vergrijzing – en de verhoging van het groeipotentieel – zodat België een stevige positie kan innemen in een gemondialiseerde economie.
41. In 2011 waren er niet alleen in Europa belangrijke ontwikkelingen op het vlak van economische *governance*. In België voorziet het nieuwe regeerakkoord in een zesde staatshervorming. Deze omvat een aanzienlijke overdracht van bevoegdheden van de federale Staat naar de gewesten en gemeenschappen, een grotere fiscale autonomie voor de gewesten en een hervorming van de bijzondere wet betreffende de financiering van de gewesten en gemeenschappen.
42. De Belgische economie heeft in 2011 relatief goed stand gehouden, dankzij behoorlijke resultaten aan het begin van het jaar. Het bbp zou met 1,9% zijn gegroeid, wat opnieuw ruimschoots beter is dan het gemiddelde van het eurogebied (1,6%), maar wat wel een vertraging inhoudt ten opzichte van 2010 (2,3%). Anders dan in 2010 waren het vooral de

binnenlandse bestedingen die de groei bevorderden. De werkgelegenheid zou, gemiddeld over het jaar, met ongeveer 56 000 eenheden zijn toegenomen en de geharmoniseerde werkloosheidsgraad zou zijn gedaald van 8,4% in 2010 tot 7,3% in 2011. Deze goede jaarresultaten zijn vooral te danken aan een sterke eerste jaarhelft en bouwen voort op het elan van 2010. In het tweede kwartaal begon de expansie af te vlakken, terwijl er in de tweede jaarhelft een zeer lichte negatieve groei werd opgetekend.

43. De relatief sterke prestaties van de Belgische economie hebben ervoor gezorgd dat de spreads tussen de Belgische en de Duitse staatsleningen de laatste jaren vrij beperkt zijn gebleven, al was er in 2010 reeds een toename, vooral ten gevolge van de overheidsschuldencrisis. Vanaf de zomer van 2011 werd de crisis evenwel ernstiger, waardoor ook de Belgische spread voor de OLO op tien jaar sterk opliep, tot meer dan 300 basispunten, mede als gevolg van de politieke crisis in België en het daarmee gepaard gaande gebrek aan een doortastend economisch beleid. Aan het einde van het jaar werd de spread opnieuw kleiner. De vorming van een nieuwe regering in december 2011, na een politieke crisis van 541 dagen, met een ambitieus maar absoluut noodzakelijk programma, in lijn met de Europese verplichtingen, laat verhopen dat duidelijke vooruitgang kan worden geboekt met de consolidatie van de overheidsfinanciën en de versteviging van het groeipotentieel van de Belgische economie. Een rigoureuze implementatie en een strikte follow-up van dit programma zijn noodzakelijk, onder meer wegens de verslechterende economische vooruitzichten. Daarnaast zullen nog extra maatregelen vereist zijn. Deze moeten worden genomen in het kader van een meerjarenplan, zodat België zijn in het nationaal hervormingsprogramma en in het stabiliteitsprogramma aangegane verbintenissen naleeft.
44. De eerste uitdaging voor het beleid zijn de overheidsfinanciën. Sedert 2009, een jaar waarin het overheidstekort ten gevolge van de economische crisis sterk was opgelopen, behoort België immers tot de landen met een buitensporig overheidstekort. Volgens het stabiliteitsprogramma van april 2011 had het overheidstekort in 2011 moeten teruglopen tot 3,6% bbp, terwijl in 2015 een evenwicht moet worden bereikt. De doelstelling voor 2011 werd evenwel niet gehaald. Het tekort zou zoals in 2010 uitkomen op 4% bbp, vooral wegens een te beperkte vermindering van het structureel tekort. Het Belgisch tekort in 2011 stemde overeen met het gemiddelde van het eurogebied. De Belgische overheidsschuld zou zijn gestegen van 96,2% bbp in 2010 tot 98,6% in 2011. Hoewel de schuld hoger blijft dan die van het eurogebied, nam het verschil sterk af, van ongeveer 40% in 2000 tot 10% in 2011.
45. Een belangrijke vernieuwing van het stabiliteits- en groeipact is dat meer aandacht wordt besteed aan de schuldpositie. Een vermindering van de overheidsschuld is in België meer dan noodzakelijk. Een te hoge schuldgraad impliceert immers dat de overheidsfinanciën zeer kwetsbaar zijn, zeker in een klimaat van onzekerheid op de financiële markten. Dit kan leiden tot een stijging van de risicopremie op Belgisch overheidspapier en tot moeilijkheden met de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Bovendien wordt het probleem van die houdbaarheid nog verscherpt door de weerslag van de vergrijzing op de begroting. De hogere rente die dit alles kan meebrengen, zou bovendien de bedrijfsinvesteringen afremmen, waardoor het groeipotentieel van de economie verzwakt.
46. De verwachte budgettaire impact van de vergrijzing, in verhouding tot het bbp, was de laatste jaren bovendien sterk toegenomen. Dit lag niet alleen aan sommige overheidsmaatregelen, maar ook aan de economische en financiële crisis, die leidde tot een lager groeipotentieel van de economie. Structurele maatregelen om de aan de vergrijzing verbonden begrotingskosten af te remmen, zijn onontbeerlijk.
47. Met de nieuwe federale begroting werden belangrijke maatregelen genomen om België weer op het traject van het stabiliteitsprogramma te brengen, en dit vanuit een meerjarenperspectief. Een doortastende implementatie en een grondige follow-up van de begroting zijn natuurlijk

essentieel. Mocht de doelstelling inzake het tekort voor 2012 in het gedrang komen, dan moeten onmiddellijk de nodige maatregelen worden genomen voor een duurzame begrotingsconsolidering. Het is tevens raadzaam een echte meerjarenbegroting op te stellen.

48. Ten slotte kan ook een grotere politieke en institutionele stabiliteit bijdragen tot betere en sterkere overheidsfinanciën. In dat opzicht is het belangrijk dat alle geledingen van de overheid niet alleen op korte, maar ook op lange termijn engagementen aangaan betreffende hun financiën. Het succes van de consolidatiestrategie zal ook afhangen van een versteviging van de begrotingsinstellingen en -procedures. Tussen de deelgebieden en de federale overheid is een sterke budgettaire coördinatie geboden om te voorkomen dat de in het stabiliteitsprogramma aangegane verbintenissen hun geloofwaardigheid verliezen. België zal ook moeten voldoen aan de vereisten van de nieuwe Europese *governance*. Zo werd op de top van staatschefs en regeringsleiders van het eurogebied in december 2011 overeenstemming bereikt over een nieuw begrotingspact. Hierbij werd een nieuwe begrotingsregel ingevoerd, waarbij het jaarlijks structureel tekort, in de regel, 0,5 % bbp niet te boven gaat. België zal die nieuwe regel ook moeten opnemen in de nationale regelgeving op constitutioneel of gelijkwaardig niveau. De bestaande Belgische middellangetermijndoelstelling (een structureel overschot van de gezamenlijke overheid van 0,5 % bbp) blijft onverminderd behouden. De Belgische middellangetermijndoelstelling is strikter dan de nieuwe begrotingsregel, omdat de Belgische overheidsschuld de referentiewaarde van 60 % bbp overschrijdt en omdat er werd van uitgegaan dat de druk van de vergrijzing op de begroting in de toekomst zwaarder zou zijn in België dan gemiddeld in de EU. Voor een versterking van het Belgisch begrotingskader, is het tevens noodzakelijk dat betrouwbare en tijdige gegevens over de gehele overheidssector beschikbaar zijn. In een sterk gedecentraliseerd land als België, impliceert dit ook dat alle deelsectoren van de overheid moeten voldoen aan de nieuwe Europese rapporteringsverplichtingen.
49. De tweede uitdaging voor de beleidsmakers bestaat erin het groeipotentieel van de Belgische economie op te voeren. Daartoe zijn structurele hervormingen absoluut noodzakelijk. Deze moeten gericht zijn op het stimuleren van duurzaam ondernemen, innovatie en een sterkere economische dynamiek. Voor het welslagen van deze hervormingen is de medewerking van alle economische actoren onontbeerlijk.
50. Cruciaal bij deze hervormingen is de arbeidsmarkt, waar niet alleen een kwantitatieve verhoging van het arbeidsaanbod noodzakelijk is, maar ook een kwalitatieve verbetering ervan. Een ruimer arbeidsaanbod nastreven op een ogenblik dat de conjunctuurvertraging de dynamiek van de arbeidsvraag afzwakt, is alleen maar een schijnbare tegenstelling. Enerzijds blijken bepaalde vacatures structureel niet of moeilijk te kunnen worden ingevuld (knelpuntberoepen) en zal een herstel van de economie het tekort aan arbeidskrachten snel verder doen oplopen, zoals bij de opleving in 2010. Anderzijds moet rekening worden gehouden met de tijd die nodig is om bepaalde maatregelen te implementeren. Als gevolg van de nieuwe staatshervorming zullen de regionale autoriteiten in de toekomst over meer hefboomen van het arbeidsmarktbeleid beschikken. Het zal dan ook hun taak worden sneller in te spelen op de specifieke behoeften van de arbeidsmarkt in hun regio en bij te dragen tot een betere werking van de Belgische arbeidsmarkt. Een vlotte samenwerking tussen de verschillende overheden, die de genomen maatregelen wederzijds moet versterken, blijft natuurlijk onmisbaar.
51. Om het arbeidsaanbod uit te breiden en zo het groeipotentieel van de economie op te voeren, is een verhoging van de werkgelegenheidsgraad essentieel. De werkgelegenheidsgraad van de bevolking van 20 tot 64 jaar ligt immers nog steeds onder het Europees gemiddelde. België heeft zich in het kader van de Europa 2020-strategie tot doel gesteld die werkgelegenheidsgraad te verhogen van 67,6 % in 2010 tot 73,2 % in 2020. Daarom is het van belang de werkgelegenheid te bevorderen. Verschillende maatregelen in het regeerakkoord gaan in de goede richting. Zo zullen werkzoekenden worden aangespoord een baan te zoeken of een beschikbare baan te aanvaarden. Bovendien moeten de begeleidings- en opleidingsinspanningen ten behoeve



van werklozen verder worden opgevoerd om op die manier hun inzetbaarheid te verhogen. Zodoende kan ook de – in België relatief hoge – langdurige werkloosheid worden aangepakt. Voorts is het zaak om de werkgelegenheidsgraad van kansengroepen te verbeteren, in het bijzonder die van de 55-plussers. De pensioenhervorming is hierbij een belangrijke stap voorwaarts. Daarnaast moet de inschakeling van vooral laaggeschoolde jongeren en allochtonen in het arbeidscircuit worden bevorderd.

52. Niet alleen het aanbod van arbeid moet worden verruimd, ook de kwaliteit ervan moet beter. Primordiaal hierbij is een verbetering van de kwalificaties. Er moet vooral worden gemikt op vaardigheden voor knelpuntberoepen en toekomstgerichte jobs. In het kader van de Europa 2020-strategie, heeft België er zich toe verbonden het aantal jonge volwassenen tussen 30 en 34 jaar met een diploma hoger onderwijs te verhogen en het aantal jonge schoolverlaters zonder diploma lager secundair onderwijs aanzienlijk te reduceren. Ook het levenslang leren moet worden bevorderd. Tot slot kan een verhoging van de functionele en geografische mobiliteit van de arbeidskrachten ertoe bijdragen dat de vraag naar en het aanbod van arbeid beter op elkaar worden afgestemd.
53. Om het groeipotentieel van de Belgische economie op te voeren, moet ook het concurrentievermogen worden versterkt. Dit hangt van verschillende factoren af, bijvoorbeeld het type van de aangeboden producten, de ontwikkeling van de productiviteit en het verloop van prijzen en lonen. In het eurogebied zal de nieuwe pijler van het macro-economisch toezicht overigens bijzondere aandacht besteden aan het concurrentievermogen.
54. Net als bij de vorige inflatieopstoot in 2007-2008 is de inflatie in België tijdens het verslagjaar sterk opgelopen, van 2,3 % in 2010 tot 3,5 % in 2011, wat aanzienlijk hoger bleek dan die in het eurogebied (2,7 %). Die opflakking werd vooral veroorzaakt door de sterke prijsverhoging voor energiedragers, meer bepaald met 17 %. De versnelling van de inflatie leidde, mede via het systeem van de automatische loonindexeringen, tot een forsere toename van de uurloonkosten in de private sector, namelijk met 2,7 % in 2011, tegen 0,9 % in 2010. Door de verzwakkende conjunctuur namen ook de productiviteitsstijgingen af, zodat de loonkosten per eenheid product in de private sector, in 2011, met 2,5 % omhooggingen, terwijl ze in 2010 stabiel waren gebleven.
55. Een zwak punt van de Belgische economie is de sterke reactie van de consumptieprijzen op verhogingen van de grondstoffenprijzen. Dat heeft te maken met, onder meer, het vrij zware gewicht van de energiedragers in de consumptieprijsindex en de relatief lagere accijnzen, maar ook met de bepaling van de gas- en elektriciteitsstarieven, die de variabiliteit van de energieprijzen volledig ten laste van de eindgebruiker heeft gelegd. In 2011 kon het inflatieverschil met onze drie buurlanden voor ongeveer de helft worden toegeschreven aan de gas- en elektriciteitsprijzen. Hierbij rijzen vragen omtrent de betrouwbaarheid van de gebruikte tarifieringsformules en de wenselijkheid van maandelijkse indexeringen. De wijze van tarifiering voor gas en elektriciteit zou dus moeten worden herzien, in het bijzonder de automatische en mechanische aard van de prijsaanpassingen voor deze producten. De integratie van het derde 'pakket' richtlijnen voor energie in de Belgische wetgeving kan daarbij een aanzet vormen. Het is tevens van belang dat de hoogte en de samenstelling van de distributietarieven, inclusief de openbare dienstverplichtingen, door de bevoegde regulatoren worden bekeken. Meer algemeen moet de concurrentie worden bevorderd, in het bijzonder door de versterking van de Raad voor de Mededinging, en moet het Prijsobservatorium ten volle zijn rol spelen. Daarnaast is er in verschillende economische sectoren, de detailhandel bijvoorbeeld, ruimte voor een vereenvoudiging van de regelgeving.
56. Inzake loonkostenontwikkeling werden de doelstellingen van de wet van 1996 tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen onvoldoende gehaald. Dit was het resultaat van divergerende ontwikkelingen ten opzichte van

de drie referentielanden, tegen een achtergrond van herhaalde stijgingen van de aardolieprijs. Volgens het technisch verslag van het Secretariaat van de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven zijn de uurloonkosten in België, ongerekend loonsubsidies, over het geheel van de periode 1996-2011, minder snel gestegen dan in Frankrijk en Nederland, maar veel sterker dan in Duitsland. In die periode stegen de uurloonkosten in België 3,9 % sneller dan gemiddeld in de drie buurlanden. Dit is een kleine verbetering in vergelijking met de periode 1996-2010. Voor de periode 1996-2012 zou het verschil echter opnieuw toenemen tot 4,6%. Vanwege het in België ongunstiger verloop van de productiviteit is de loonkostenhandicap, die wordt gemeten aan de hand van de loonkosten per eenheid product in de ondernemingen, aanzienlijk toegenomen, tot ongeveer 13 % in 2011. Debet daaraan is een forse vergroting van de handicap ten aanzien van Duitsland, die veel zwaarder was dan de lichte verbetering ten opzichte van Frankrijk en Nederland. In dat kader zijn de tendens van de Belgische uitvoer om achter te blijven bij die van de andere Europese landen en de omvang van de langdurige werkloosheid eveneens zorgwekkend. Het komt erop aan de in de wet vastgelegde correctiemechanismen ten volle te laten spelen. In het algemeen verdient het aanbeveling bij de loonvorming meer rekening te houden met productiviteitsontwikkelingen en met de specifieke situatie van de verschillende sectoren en ondernemingen. Tevens is het belangrijk dat de typische kwetsbaarheid van de Belgische economie bij externe schokken, met name ingevolge de snelle transmissie van energieprijzen naar het indexcijfer van de consumptieprijzen en vervolgens via de gezondheidsindex deels naar de lonen, wordt gecorrigeerd.

57. Om het groeipotentieel van de Belgische economie te verhogen, is het ten slotte van doorslaggevend belang dat innovatie, ondernemerschap en duurzaamheid worden gestimuleerd. Een 'slimme' economische groei is een van de kernideeën van de Europa 2020-strategie. Een vernieuwing van de productiestructuren en de introductie van nieuwe producten, waarvan de vraag minder prijsgevoelig is, zijn onmisbaar in een steeds sterker geïntegreerde wereldeconomie met een toenemende concurrentie, onder meer vanwege de opkomende landen. België is nog té weinig gespecialiseerd in onderzoeksintensieve en moeilijk na te bootsen producten. Speerpunten voor het innovatiebeleid zijn: aanmoediging van R&D (de uitgaven ter zake zouden in 2020 op 3 % bbp moeten uitkomen), omzetting van kennis in innovatie (onder meer door uitwisselingen tussen wetenschappers en ondernemingen te bevorderen), omvorming van innovatie tot economische dynamiek (met name door de ondernemerszin te stimuleren), en investeringen in menselijk kapitaal.
58. Het innovatiebeleid moet bijzondere aandacht besteden aan de ontwikkeling en toepassing van technologieën die het verbruik van fossiele brandstoffen en andere grondstoffen helpen verminderen en die milieuvriendelijker zijn. Een goederen- en dienstenaanbod dat voldoet aan criteria van economische en ecologische duurzaamheid kan ook voor nieuwe uitvoermogelijkheden zorgen. Een dergelijke strategie is de beste manier om de welvaart van de Belgische bevolking te garanderen.
59. De organisatie van het economisch beleid in België ondergaat ingrijpende veranderingen. Enerzijds impliceert de versterking van de Europese economische *governance* een strakkere inkadering van het nationaal economisch beleid, zowel van het begrotings- als van het structureel beleid, en dit vanuit een meerjarenperspectief. Anderzijds zullen als gevolg van de staatshervorming belangrijke bevoegdheden, in het bijzonder voor de arbeidsmarkt, aan de deelstaten worden overgedragen. Deze entiteiten zullen ook over een grotere fiscale autonomie beschikken. Dit kan perspectieven bieden voor een effectiever beleid, wat kan bijdragen tot de consolidatie van de overheidsfinanciën en de versteviging van het groeipotentieel van de Belgische economie. Het komt erop aan deze mogelijkheden ten volle te benutten. Daarom dient ook in België een coherent systeem van economisch bestuur te worden uitgewerkt. Dit moet de coördinatie van het economisch beleid in België verbeteren – waarbij elke overheid duidelijk verantwoordelijkheid op zich neemt –, en moet garanderen dat het beleid op een efficiënte wijze de zwakke punten van de Belgische economie aanpakt. In deze periode van

economische en financiële crisis moeten de verschillende overheden in België een gedegen, coherent en geloofwaardig economisch beleid voeren. Dit zal het vertrouwen versterken en een duurzame economische groei bevorderen.

Brussel, 1 februari 2012

Nationale Bank van België  
Naamloze vennootschap  
RPR Brussel – Ondernemingsnummer: 0203.201.340  
Maatschappelijke zetel: de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel  
[www.nbb.be](http://www.nbb.be)



Verantwoordelijke uitgever

Luc Coene

Gouverneur

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

Contactpersoon voor de publicatie

Luc Dufresne

Secretaris-generaal

Tel. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91  
[luc.dufresne@nbb.be](mailto:luc.dufresne@nbb.be)

© Illustraties: Nationale Bank van België

Omslag en opmaak: NBB AG – Prepress & Image

Gepubliceerd in februari 2012