

Verlag voorgesteld door de Gouverneur namens de Regentenraad*

1. Wereldeconomie balanceert tussen de erfenis van het verleden en de uitdagingen voor de toekomst

1. Meer dan vijf jaar na het uitbreken van de financiële crisis in 2007 worstelt de wereldeconomie nog steeds met de gevolgen ervan. De groei van de bedrijvigheid is wereldwijd vertraagd van 3,9 % in 2011 tot 3,2 % in 2012. Het herstel dat, na de grote recessie, in 2009 en 2010 op gang kwam, vertoont dus in 2012 nog steeds tekenen van aarzeling, al waren er aan het einde van het jaar enkele indicaties voor een kentering.
2. Net als tijdens vorige financiële crisissen is in de meeste geavanceerde economieën gebleken dat afrekenen met een periode van excessieve schuldopbouw een moeizaam proces is dat gepaard gaat met een vrij lange periode van trage economische groei, niet alleen omdat het op de vraag weegt, maar ook omdat, na de scheefftrekkingen die tijdens de aanloop naar de crisis waren ontstaan, aan de aanbodzijde van de economie een aanzienlijke reallocatie van middelen nodig is. Ook de schuldgraad van de overheid blijkt daarbij fors in de hoogte te gaan ofschoon, vóór de crisis, de schuldhefboom vooral in de private sector was toegenomen. Dit heeft deels te maken met de interventies ter ondersteuning van het financieel stelsel, maar vooral met de negatieve gevolgen die de teruggang van de economische bedrijvigheid voor de overheidsfinanciën impliceert. In situaties waarin de private sector zijn schuldgraad fors afbouwt, kan schuldfinanciering door de overheid tot op zekere hoogte een tegenwicht vormen. Omdat tal van geavanceerde economieën reeds vóór de crisis een relatief hoge overheidsschuld hadden, ontstond evenwel het risico dat de houdbaarheid van de overheidsfinanciën daardoor in het gedrang zou komen.
3. Het was in de landen van het eurogebied waar zich de grootste onevenwichtigheden hadden geaccumuleerd, dat deze grens het snelst werd bereikt, mede omdat er een sterke negatieve feedbackloop tot stand was gekomen tussen de problemen van de banken en die van de overheid. Dit mechanisme werkt in twee zichzelf versterkende richtingen en het wordt in de hand gewerkt doordat het banktoezicht, de resolutie van banken in moeilijkheden en de bijbehorende budgettaire vangnetten nationale bevoegdheden zijn gebleven, ook al was dankzij de monetaire unie een sterke financiële integratie tot stand gekomen. Tijdens het derde opeenvolgende jaar waarin het eurogebied met een regelrechte overheidsschuldencrisis

* Twee regenten hebben zich inzake een aantal paragrafen onthouden.

kampte, leidde dit pervers mechanisme tot een duidelijke financiële fragmentatie langs de nationale grenzen waardoor de financieringskosten, en zelfs de toegang tot financiering, van land tot land sterk gingen verschillen.

4. Tegen die achtergrond is in 2012 het bbp naar volume in het eurogebied met 0,4% gekrompen. Oorzaak daarvan waren de vermindering van de schuldhefboom door de private sector, de inspanningen tot begrotingsanering, de teruggang van het beschikbaar inkomen van de particulieren en het tanend consumenten- en ondernemersvertrouwen bij gebrek aan perspectief op een snelle en allesomvattende aanpak van de crisis. Aanvankelijk liep de bedrijvigheid vooral terug in de landen waar zich, vóór de crisis, de grootste onevenwichtigheden hadden geaccumuleerd en waar, derhalve, de nood tot aanpassing het grootst was. Deze landen hadden ook het zwaarst te lijden onder de gevolgen van de financiële fragmentatie. Vanaf het tweede kwartaal van 2012 kreeg de neergang een algemener karakter en trof hij ook de kern van het eurogebied.
5. Aangezien de groeivoorzichten versomberden en de aan de inflatie verbonden opwaartse risico's verkleinden, verlaagde het Eurosysteem in juli de centrale beleidsrente tot 0,75% en werd de rente op de depositofaciliteit – de aantrekkingspool voor de geldmarktrente in een situatie van ruime liquiditeitsverstrekking – op nul gebracht, nadat de leidinggevende rentetarieven eind 2011 reeds tweemaal met 25 basispunten waren verlaagd. Bovendien werden, zoals verderop wordt toegelicht, krachtdadige maatregelen genomen opdat deze versoepeling in alle landen van het eurogebied de reële economie effectief zou bereiken; de financiële fragmentatie vormde immers een bedreiging voor de goede werking van de monetairbeleidstransmissie.
6. Daarnaast kondigden de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied op hun vergadering van juni belangrijke stappen aan in de richting van een financiële unie als fundamenteel antwoord op het trilemma volgens hetwelk financiële integratie, financiële stabiliteit en nationaal gebleven prudentieel toezicht niet met elkaar verenigbaar zijn. Op die manier kan de negatieve feedbackloop tussen banken en nationale overheden worden afgezwakt.
7. Schuldafbouw door de private sector drukte ook de groei in de andere geavanceerde economieën, zij het dat er in de Verenigde Staten aanwijzingen waren voor een verbetering van de situatie op de huizenmarkt. In het Verenigd Koninkrijk werd de groei ook afgeremd door de voortzetting van de in 2010 gestarte begrotingsconsolidatie, terwijl het in de Verenigde Staten en Japan de onzekerheid over het toekomstig begrotingsbeleid was die voor een negatief effect zorgde. Beide landen ontbreekt het immers aan een geloofwaardig budgettair traject voor de middellange termijn, terwijl de Amerikaanse economie bovendien het risico liep van een abrupte en forse budgettaire verkrapping in 2013 – de zogeheten *fiscal cliff*. Deze bron van onzekerheid werd pas begin 2013 getemperd, hoewel voor het terugschroeven van bepaalde overheidsuitgaven de startdatum werd verschoven naar maart 2013 in afwachting van verdere onderhandelingen. Deze economieën ondervonden bovendien de weerslag van de crisis in het eurogebied, waar de invoer terugliep. Al met al bedroeg de groei in 2012 2,3% in de Verenigde Staten en 2% in Japan. Net als het eurogebied, maakte het Verenigd Koninkrijk in 2012 een recessie door.
8. Ook in deze landen werd het reeds sterk accommoderend monetair beleid verder versoepeld. In de Verenigde Staten lanceerde de Federal Reserve twee nieuwe programma's voor de aankoop van effecten. In december deelde ze mee dat de lage beleidsrente naar haar oordeel gepast zal blijven zolang de werkloosheidsgraad zich boven 6,5% handhaaft en de inflatieverwachtingen stevig verankerd blijven, terwijl tevoren steeds naar een vast tijdstip werd verwezen. Ook de Bank of England en de Bank of Japan intensiveerden hun aankoopprogramma's van effecten en beide lanceerden ze specifieke herfinancieringsoperaties die bedoeld zijn om de kredietverlening aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen te stimuleren.

9. In de geavanceerde economieën met hun ondermaatse groei blijft de werkloosheid hardnekkig hoog. In het eurogebied was ze eind 2012 opgelopen tot bijna 12 % van de beroepsbevolking, met uitschieters tot ongeveer 15 % in Portugal en Ierland, en meer dan 25 % in Griekenland en Spanje. Ook in de Verenigde Staten kwam de werkloosheidsgraad, ondanks een lichte daling, aan het einde van 2012 nog op bijna 8 % uit, wat naar historische maatstaven bijzonder hoog is. Hierdoor is aan weerszijden van de Atlantische Oceaan de inkomensongelijkheid toegenomen, wat de economische groei drukt en de sociale cohesie op de proef stelt.
10. De tanende groei in de geavanceerde economieën en, meer in het bijzonder, in het eurogebied bleef niet zonder gevolgen voor het groeitempo van de opkomende landen. Handelsrelaties met het eurogebied zijn belangrijk voor Centraal- en Oost-Europa en voor tal van Aziatische landen, waaronder China. Niettemin is de groeivertraging van 6,3 % in 2011 tot 5,1 % in 2012 ook toe te schrijven aan de eerdere beleidsverkrapping in een aantal opkomende landen. Zo had China zijn monetair beleid in de loop van 2010 en 2011 verstrakt, gelet op het risico van oververhitting, oplopende inflatie en sterk stijgende huizenprijzen. Met het oog op de groeivertraging, opteerde het land in 2012 opnieuw voor een stimulerend macro-economisch beleid.

2. Beleidskeuzes zijn van cruciaal belang voor het verder verloop van de wereldeconomie

11. De broosheid van het herstel is het bewijs dat op de korte termijn nog niet alle risico's geweken zijn. Hier onvoldoende oog voor hebben, kan ongunstig zijn voor de groei en voor het proces van schuldhefboomreductie. Daarentegen alleen maar oog hebben voor overwegingen op korte termijn, houdt dan weer het risico in dat de noodzakelijke aanpassingen aan de aanbodzijde van de economie onvoldoende worden gestimuleerd en dat onhoudbare schuldposities niet zullen worden afgebouwd. Het hele aanpassingsproces is dus kennelijk een complexe en delicate evenwichtsoefening waarbij beleidsmakers zowel rekening moeten houden met de risico's op korte termijn als met de uitdagingen op lange termijn.
12. Elk beleidsdomein is verplicht deze afweging tussen de korte en de lange termijn te maken.
13. Monetair beleid kan ervoor zorgen dat het aanpassingsproces geleidelijk verloopt door daartoe de nodige tijd te laten en zodoende het ronduit destructieve deflatiescenario af te wenden. Die tijd moet echter ook door de andere actoren effectief te baat worden genomen, zo niet wordt de beleidsaccommodatie van vandaag de oorzaak van problemen morgen. Monetair beleid kan immers niet zelf voor de vereiste fundamentele aanpassingen zorgen omdat deze zich grotendeels in de reële sfeer bevinden.
14. In alle geavanceerde landen wordt, op budgettaire vlak, consolidatie vroeg of laat onvermijdelijk, hoewel een zekere fasering, afhankelijk van de budgettaire geloofwaardigheid waarop de verschillende landen kunnen bogen, te overwegen valt. Onder druk van de financiële markten is daar in het eurogebied reeds een aanvang mee gemaakt. Terwijl de schuldgraad er in 2012 nog opliep tot bijna 93 % bbp, is het primair tekort er zogoed als volledig weggewerkt. Het opnieuw vertrouwen krijgen in de overheidsfinanciën is cruciaal om het eurogebied weer naar het pad van financiële stabiliteit en duurzame groei te leiden. In andere grote geavanceerde economieën zoals de Verenigde Staten, Japan en het Verenigd Koninkrijk ligt doorgaans niet alleen de schuldgraad hoger; in 2012 werden er ook nog grote primaire tekorten opgetekend. Bovendien zijn in de Verenigde Staten en Japan voornamelijk geen duidelijke en geloofwaardige saneringstrajecten voor de middellange termijn uitgestippeld. Ter zake geen klaarheid scheppen, houdt een zwaar risico in voor de financiële stabiliteit en, meer algemeen, voor de macro-economische stabiliteit.

15. Structureel beleid is het domein bij uitstek om uitdagingen op lange termijn aan te gaan. Het kan het groeipotentieel van de economie opkrikken en het aanpassingsvermogen ervan vergroten door, onder meer, de voorwaarden te creëren die de noodzakelijke reallocatie van middelen vereenvoudigen. Structurele hervormingen werden door de G20-landen ook naar voren geschoven om de mondiale vraag te herbalanceren, zodat de wereldwijde onevenwichtigheden verder kunnen worden afgebouwd zonder aanleiding te geven tot vraaguitval.
16. De structurele hervormingen in de financiële sector moeten ook worden ingepast in een langetermijnvisie, weliswaar rekening houdend met de meer dringende eisen en risico's. Om een – tegelijkertijd afdoende maar graduele – oplossing te vinden voor de talrijke lacunes en tekortkomingen die door de crisis aan het licht zijn gebracht, moeten de druk van de markten en de noodzaak van overgangperiodes met elkaar worden verzoend teneinde te vermijden dat al te snelle aanpassingen de economische bedrijvigheid zouden schaden; er moet ook worden voorkomen dat zich activiteitenverschuivingen voordoen naar instellingen die niet onder de regelgeving vallen. Alleen maar strengere kwantitatieve normen opleggen op het vlak van solvabiliteit en liquiditeit, is ontoereikend. Deze normen moeten worden aangevuld met maatregelen die risicobeoordeling en kwaliteitsbepaling van de activa tussen de instellingen onderling beter harmoniseren, en die tevens verhinderen dat de financiële instellingen het risico op besmetting vergroten als gevolg van té disparate activiteitencombinaties, of dat ze complexe instrumenten aanmoedigen die de gebruikers ervan bovenmatige risico's doen lopen.
17. In het eurogebied moet bovendien werk worden gemaakt van een institutionele architectuur die op maat is van de integratie die door de monetaire unie tot stand wordt gebracht. Zo worden de fundamenten gelegd die ervoor moeten zorgen dat de monetaire unie in de toekomst efficiënter zal functioneren.

3. Het eurogebied: van een onvolkomen institutionele architectuur naar beslissende stappen in de richting van een echte economische en monetaire unie

18. Nergens anders ter wereld is het proces van schuldafbouw zo'n delicate evenwichtsoefening gebleken als in het eurogebied. Oorzaak daarvan is de onvolkomen institutionele architectuur waarmee de derde fase van de economische en monetaire unie (EMU) in 1999 van start ging. Ze leidde immers niet enkel tot zware onevenwichtigheden, ze bemoeilijkte ook de correctie ervan. Het is bijgevolg zaak die architectuur bij te stellen teneinde in de toekomst een vlottere werking te garanderen. 2012 was het derde jaar op rij waarin crisismanagement gecombineerd werd met een versteviging van de EMU.
19. Deze laatste was aanvankelijk opgevat als een constructie met een gemeenschappelijk monetair beleid, maar met een grotendeels gedecentraliseerd budgettair, economisch en prudentieel beleid. In het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie en in het stabiliteits- en groeipact werden alleen voor het budgettair beleid bindende beperkingen opgelegd. Gezonde overheidsfinanciën werden van meet af aan beschouwd als een noodzakelijke voorwaarde voor een werkbare monetaire unie. Op die manier zou bovendien – op nationaal vlak – ruimte beschikbaar zijn om, mocht zulks nodig blijken, via de automatische stabilisatoren asymmetrische schokken op te vangen.
20. De crisis legde het minimalistische karakter van die institutionele architectuur bloot. Daarbij kwamen verschillende fundamentele zwakheden aan het licht.
21. Om te beginnen, werden de budgettaire regels vanaf 2003 niet correct gevolgd. In 2005 werden ze zelfs afgezwakt toen grote landen moeite ondervonden om ze na te leven, wat tot op vandaag de geloofwaardigheid van het budgettair beleid in Europa aantast. Een gevolg

hiervan was dat de gunstige conjunctuur die aan de crisis voorafging, onvoldoende werd aangewend om buffers voor de toekomst aan te leggen.

22. Bovendien ontstonden tijdens de jaren vóór de crisis grote onevenwichtigheden op de lopende rekening. In Griekenland en Portugal vielen die grotendeels samen met de overheidstekorten. In Spanje en Ierland waren ze evenwel het resultaat van een buitensporige schuldopbouw in de private sector. De financiële integratie als gevolg van de monetaire unie zorgde er van haar kant voor dat die tekorten vlotter konden worden gefinancierd, zeker omdat de financiële markten door overdreven optimisme niet de disciplinerende rol vervulden die hun bij de start van de monetaire unie was toegedicht. De excessieve ontwikkeling van de binnenlandse vraag in de landen met lopende tekorten leidde er bovendien tot forse loon- en prijsstijgingen met een verlies aan concurrentiekracht tot gevolg. Dit verscherpte de scheeftrekking van de productiestructuur ten voordele van de op de binnenlandse markt gerichte sectoren, een factor die achteraf het aanpassingsproces bemoeilijkt. Behalve dat de financiële markten niet voor de nodige disciplinerende hadden gezorgd, bleken ook het nationaal gebleven economisch beleid en het eveneens nationaal gebleven financieel toezicht onvoldoende oog te hebben gehad voor dit ruimer perspectief.
23. Zeer snel bleek ook dat in de landen waar de onevenwichtigheden zich hadden geaccumuleerd in de private sector, de overheidsfinanciën tijdens de neergaande fase zwaar onder druk kwamen te staan. Toen het marktsentiment onverhoeds omsloeg, werd financiële integratie bovendien synoniem van besmetting tussen landen en van abrupte ommekeer van kapitaalstromen.
24. Wat volgde, was een proces van budgettaire consolidatie en correctie van de andere macro-economische onevenwichtigheden, dat in 2012 werd gecontinueerd. Het begrotingstekort liep in het eurogebied verder terug van 4,1% bbp in 2011 tot 3,3% in 2012. De saneringsinspanningen waren doorgaans zwaarder in de landen waar de nood tot aanpassing het grootst was. Ten opzichte van 2008 zagen Spanje, Portugal, Griekenland en Ierland bovendien ook het saldo op de lopende rekening en de concurrentiekracht aanzienlijk verbeteren. In tal van landen ging een en ander gepaard met structurele hervormingen die erop gericht zijn het groeipotentieel te ondersteunen. Het werd immers snel duidelijk dat de aanpassing niet enkel gestoeld kon zijn op budgettaire consolidatie. Dit proces legt de grondslag voor een terugkeer naar duurzame groei, ook al sorteert het op korte termijn een negatief effect op sociaal-economisch vlak. Mede hierdoor heeft de Ecofin-Raad in 2012 de initieel vastgelegde begrotingsdoelstellingen voor Spanje en Portugal herzien. Voor Griekenland moest eind 2012 zelfs worden afgeweken van het traject dat in het tweede programma was uitgestippeld, ook al had de private sector daarbij reeds ingestemd met een obligatieruil die eerder in het jaar was afgerond. In Ierland, daarentegen, verloopt de tenuitvoerlegging van het in november 2010 vastgelegde aanpassingsplan volgens schema en het land heeft in de zomer van 2012 opnieuw markttoegang gekregen.
25. Om dergelijke ontsporingen in de toekomst te vermijden, maar evenzeer om opnieuw geloofwaardigheid te verwerven zodat de kortetermijnkosten van de aanpassing beperkt kunnen worden, is absoluut meer economische *governance* vereist, een proces waarbij een steviger beleidscoördinatie gestalte moet geven aan de economische en de budgettaire pijler van de EMU.
26. Reeds in november 2011 werd daartoe een pakket van zes regels – het zogenoemde sixpack – goedgekeurd dat een dubbel doel beoogt. Enerzijds wordt aangemaand tot meer begrotingsdiscipline via een aanvulling van het stabiliteits- en groeipact door, met name, meer automatisme na te streven bij het opleggen van financiële sancties. Anderzijds wordt een nieuwe procedure geïntroduceerd teneinde macro-economische onevenwichtigheden, bijvoorbeeld ontsporingen van de concurrentiekracht of opbouw van excessieve schuldbelastingen, tijdig te kunnen opsporen. De crisis heeft immers geleerd dat niet enkel budgettaire

ontwikkelingen een bron van instabiliteit kunnen zijn. In 2012 werd die procedure voor het eerst toegepast. Bovendien sloten eind 2011 alle EU-lidstaten, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië, het Verdrag voor Stabiliteit, Coördinatie en Bestuur in de Economische en Monetaire Unie. Dit verdrag bevat ook een omvangrijk budgettair onderdeel, waar vaak wordt naar verwezen als het 'begrotingspact'. De voornaamste bepaling daarin is dat iedere lidstaat het principe van een begroting die structureel in evenwicht is of een overschot vertoont, moet opnemen in de nationale wetgeving, bij voorkeur in de grondwet. Daardoor wordt de kern van het Europees budgettair raamwerk ook in nationale wetgeving verankerd. Tot slot zijn er onderhandelingen aan de gang over twee nieuwe verordeningen, het zogeheten twopack. De eerste verordening beoogt een betere monitoring van de ontwerpbegrotingen teneinde de preventieve arm van het stabiliteits- en groeipact te versterken. De tweede verordening is erop gericht scherper toezicht uit te oefenen op de lidstaten die met ernstige financiële moeilijkheden worden geconfronteerd of die dat dreigen te worden. Dit nieuwe raamwerk voor de economische *governance* is dus al flink gevorderd, maar het zal pas geloofwaardig zijn mits het op coherente en evenwichtige wijze wordt toegepast.

27. Markant is voorts dat de EMU helemaal niet was uitgerust om met crisissituaties om te gaan en dat de mechanismen voor crisismanagement gaandeweg moesten worden gecreëerd. Zo kon op 8 oktober 2012 het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM) van start gaan als permanent stabiliseringsmechanisme. Dit laatste kwam in de plaats van het Europees financieel stabilisatiemechanisme (EFSM) en de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS) die eerder waren ingesteld als tijdelijke mechanismen. Het ESM beschikt over een kredietverleningscapaciteit van maximaal € 500 miljard bovenop de bedragen – ongeveer € 200 miljard – die reeds in het kader van de EFFS zijn toegekend in de programma's voor Griekenland, Ierland en Portugal.
28. Mits de lidstaten voldoen aan de gepaste conditionaliteit, kan het ESM hun leningen verstrekken of een preventieve kredietlijn toekennen, kan het schuldbewijzen op de primaire en secundaire markt aankopen en kan het de herkapitalisering van financiële instellingen financieren. Dit laatste is voorlopig enkel mogelijk via het toekennen van een lening aan de overheid van het land in kwestie. Zo kreeg Spanje begin december 2012 van het ESM een lening van € 39,5 miljard waarmee het land zijn zwaar geteisterde banksector moet herkapitaliseren.
29. Op 29 juni 2012 besloten de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied tot de oprichting van een gemeenschappelijk toezichtsmechanisme voor banken. Zodra dit mechanisme operationeel zal zijn, zal het ESM ook banken die onder Europees toezicht staan, rechtstreeks kunnen herkapitaliseren. Dit is een belangrijke stap voorwaarts die moet bijdragen tot het doorbreken van de vicieuze cirkel tussen banken en nationale overheden.
30. Naarmate de crisis voortschreed, werd immers ook duidelijk hoe beperkt het schokabsorptievermogen van de individuele lidstaten is, temeer daar sommige onder hen reeds vóór de crisis een hoge overheidsschuld hadden. Het niet-voorhanden zijn van een gemeenschappelijk vangnet voor banken is daarbij doorslaggevend. Voor sommige lidstaten diende zich immers een negatieve spiraal aan als gevolg van de wisselwerking tussen de moeilijkheden van hun financiële sector, de benarde toestand van hun overheidsfinanciën en de teruggang van hun economische bedrijvigheid. Daardoor zagen ook de banken in die landen hun financiering opdrogen.
31. Eind 2011 was dat probleem reeds bijzonder acuut geworden. Het Eurosysteem reageerde, respectievelijk in december 2011 en februari 2012, met twee driejaars herfinancieringstransacties. Samen zorgden deze laatste voor een nettoliquiditeitsinjectie van € 520 miljard. Banken die onder funding stress stonden – vaak banken uit de meest kwetsbare landen – wisten zich aldus voor een periode van drie jaar verzekerd van liquiditeit, zodat een wanordelijke afbouw van hun balansen kon worden voorkomen en de reële economie werd afgeschermd.

32. Intermediatie via de balans van het Eurosysteem kwam aldus in de plaats van wat ooit financiële integratie was geweest, maar het proces van fragmentatie zelf kon ze geen halt toeroepen, zeker niet toen in de zomer de onomkeerbaarheid van de euro steeds meer ter discussie werd gesteld. In het geval van sommige landen vreesden investeerders dat ze niet langer in euro zouden worden terugbetaald. Door het prijzen van dit – ongegronde – risico op redenominatie werd de rente op overheidspapier van de meest kwetsbare landen verder opgejaagd. In die landen werd de verlaging van de centrale beleidsrente niet meer doorberekend, wat een ernstige verstoring van de monetairbeleidstransmissie impliceerde.
33. Om die reden kondigde de Raad van Bestuur van de ECB begin augustus *outright* monetaire transacties (OMT's) aan. In het kader van deze transacties kunnen op de secundaire markt overheidsobligaties worden aangekocht van landen die voldoen aan de in een EFFS/ESM-programma vastgelegde voorwaarden. OMT's hebben geen ex ante limieten, maar aankopen zijn enkel mogelijk indien de conditionaliteit strikt wordt nageleefd, dit teneinde te vermijden dat lidstaten als gevolg van OMT's hun inspanningen tot consolidatie zouden terugschroeven. De aankondiging van OMT's zorgde prompt voor een kentering op de financiële markten en voor een minder verstoord transmissiemechanisme.
34. De intermediaire doelstelling van deze uitzonderlijke maatregelen van het Eurosysteem is het herstellen van de transmissie van het gemeenschappelijk monetair beleid, niet het voeren van een verschillend monetair beleid in de verschillende jurisdicties. De uiteindelijke doelstelling ervan is te vermijden dat destructieve scenario's zouden leiden tot neerwaartse risico's voor de prijsstabiliteit in het eurogebied, geheel conform de opdracht die het Eurosysteem werd toevertrouwd. In 2012 liep niet alleen de inflatie terug tot 2,2 % aan het einde van het jaar; ook de inflatieverwachtingen bleven stevig verankerd.
35. Naast het wegwerken van de macro-economische onevenwichtigheden, is een sleutelement van de fundamentele oplossing de oprichting van een bankenunie die moet bijdragen tot een duurzaam herstel van de financiële integratie en van het transmissiemechanisme van het monetair beleid.
36. Daarom wordt voor de uitoefening van het banktoezicht een eengemaakte structuur opgezet. Dit toezicht wordt toevertrouwd aan de ECB, zij het in nauwe samenwerking met de nationale autoriteiten en, wat de prudentiële regelgeving betreft, rekening houdend met de specifieke rol van de Europese Bankautoriteit (EBA). Deze nieuwe architectuur zal het mogelijk maken het toezichtkader en de toezichtmethoden in de EU te harmoniseren en ze is tevens de voorwaarde om voor de herkapitalisering van de banken uit het eurogebied eventueel rechtstreeks een beroep te kunnen doen op het ESM.
37. Het op de Ecofin-Raad van 12 december gesloten akkoord bepaalt dat de ECB in 2014 het toezicht overneemt op zo'n 200 grote bankgroepen en dat ze de controle over de andere kleinere instellingen in het eurogebied monitort. Ze is evenwel gemachtigd die controle rechtstreeks uit te voeren, mocht de financiële stabiliteit zulks vereisen. Zelfs in weerwil van een ruime decentralisatie, zal de ECB blij moeten geven van competenties en expertise die, tot op heden, aanwezig zijn in de lidstaten en die bovendien het stempel dragen van een nationale cultuur en landenspecifieke eigenheden. Dit project behelst diverse opdrachten zoals het verlenen van banklicenties, het verzamelen van financiële gegevens, het toezicht ter plaatse en op dossier, het beoordelen van de risicoprofielen, het toezicht op de naleving van de prudentiële regelgeving en van de solvabiliteits- en liquiditeitsvereisten, het geregeld organiseren van stresstests bij systeemkritische banken, of nog, het opleggen van sancties.
38. De ECB zal tegelijkertijd het monetair en het prudentieel beleid ten uitvoer leggen. Beide zijn van essentieel belang voor de goede werking van de economie. Ze zal er moeten op toezien dat deze twee beleidsdomeinen volkomen onafhankelijk blijven van elkaar, terwijl ze ook rekening

houdt met de wisselwerkingen en synergieën, alsook met de verschillen in geografische sfeer mochten Europese landen die geen deel uitmaken van het eurogebied ertoe besluiten toe te treden tot de bankenunie.

39. De aard van de recente financiële crisis heeft duidelijk de behoefte aangetoond aan instrumenten die verder reiken dan een risicobenadering voor iedere instelling afzonderlijk; er is ook nood aan instrumenten die kunnen worden ingezet om ontwikkelingen te verhinderen die de algehele stabiliteit van het financieel stelsel van een land in gevaar zouden brengen. In dit domein zijn de nationale autoriteiten de eerste betrokkenen en het Europees Comité voor Systeemrisico's (ECSR) heeft ieder land verzocht een specifieke instantie opdracht te geven een beleid te voeren dat erop gericht is dergelijke systeemrisico's te voorkomen; het betreft een aanbeveling waar België concreet gestalte aan zou moeten geven door in de loop van 2013 een Comité voor macroprudentieel toezicht op te richten. De door het ECSR aan de nationale autoriteiten toegekende specifieke rol vereist een nauwe coördinatie met de Europese instanties. Zo dient deze rol in overeenstemming te worden gebracht zowel met de integratie, door de ECB, van de macroprudentiële dimensie in de uitoefening van haar exclusieve verantwoordelijkheden op monetair en microprudentieel vlak, als met het terechte streven van de Europese Commissie om de uniciteit van de bankreglementering te waarborgen teneinde de interne markt te vrijwaren.
40. De bankenunie zal niet optimaal kunnen functioneren als ze beperkt blijft tot een gemeenschappelijk toezichtsmechanisme. Ze moet ook kunnen steunen op een gemeenschappelijke resolutieautoriteit en op een gemeenschappelijk depositogarantiesysteem, wat budgettaire afspraken veronderstelt.
41. Met de oprichting van het gemeenschappelijk toezichtsmechanisme dat – zoals aanbevolen door de Europese Raad – snel moet worden aangevuld met een gemeenschappelijk resolutiemechanisme, is in 2012 een nieuwe cruciale stap gezet in de uitbouw van de EMU. Maar zelfs dan nog blijft de constructie onvolledig en zijn verdere stappen nodig om een echte economische en monetaire unie te bewerkstelligen. Volgens het eindrapport dat de Voorzitter van de Europese Raad, Herman Van Rompuy, heeft opgesteld, moet niet alleen werk worden gemaakt van de verdere integratie op het vlak van de financiële, economische en budgettaire pijlers van de unie, maar ook van het uitdiepen van de democratische legitimiteit ervan.

4. België in het hart van de EMU: drie grote werven voor meer welvaart

42. Met een licht negatieve groei van 0,2 %, is de Belgische economie niet kunnen ontsnappen aan het haperende herstel van de wereldeconomie en, meer in het bijzonder, aan de crisis in het eurogebied. De bedrijvigheid vertoonde in het tweede kwartaal van 2012 een forse krimp en ook in de laatste twee kwartalen van het jaar ging ze er licht op achteruit.
43. Sneller dan tijdens de grote recessie kwam de teruggang van de bedrijvigheid tot uiting in de werkgelegenheid. Deze laatste nam in de loop van het jaar met 17 000 eenheden af en eind 2012 bedroeg de geharmoniseerde werkloosheidsgraad 7,4 %, tegen 7,2 % een jaar eerder. De stagnering van het beschikbaar inkomen van de particulieren en de toename van de spaarquote die gepaard ging met de onzekere perspectieven ten aanzien van de werkgelegenheid, leidde tot een daling van de particuliere consumptie naar volume met 0,7 %. Deze factoren wogen ook op de investeringen in woongebouwen, terwijl de ondernemingen hun investeringen in de loop van het jaar terugschroefden als gevolg van de verslechterde vraagvooruitzichten en de daling van de bezettingsgraad van het productievermogen. De aanscherping van de kredietvoorwaarden door de banken – veeleer als gevolg van een hogere risicoperceptie dan vanwege toegenomen financieringskosten of balansbeperkingen – kan ook gewogen hebben op de binnenlandse bestedingen, al heeft de afname van de kredietverlening aan niet-financiële

ondernemingen en huishoudens ook te maken met een verminderde vraag. Dat de netto-uitvoer een positieve bijdrage leverde tot de groei, was toe te schrijven aan een forse vertraging van het groeitempo van de invoer en kan niet verhullen dat ook de uitvoer minder snel groeide.

44. De crisis heeft in België tot dusver een minder zware tol geëist dan in de ergst getroffen landen van het eurogebied. Ondanks het schortende herstel lag het bbp er in 2012 nog steeds boven het peil van 2008, wat lang niet van alle lidstaten van het eurogebied kan worden gezegd. Behalve in de financiële sector hadden er zich in België in de periode vóór de crisis dan ook geen uitgesproken macro-economische onevenwichtigheden geaccumuleerd. Zo is België vandaag nog steeds een van de weinige Europese landen waar de economie in haar geheel netto financiële vorderingen heeft op het buitenland. Niettemin heeft de crisis sporen achtergelaten in het productiepotentieel, de financiële sector en de overheidsfinanciën; ze heeft bovendien een nadelig effect op de sociale cohesie.
45. Terwijl de weerslag van de crisis op de financiële sector onmiddellijk werd aangepakt teneinde erger te voorkomen en de gevolgen voor de reële economie te beperken, werden in 2012, na een lange periode van politieke blokkering, ook pensioen- en arbeidsmarkthervormingen ten uitvoer gelegd en werden maatregelen genomen om het overheidstekort terug te dringen. Om de welvaart van het land en de hoge graad van sociale bescherming veilig te stellen, blijven verdere fundamentele stappen op de ingeslagen weg evenwel noodzakelijk.
46. Daarbij moet het Belgische beleid worden ingepast in het nieuwe raamwerk van versterkte economische *governance* op Europees niveau. Dat dit de beleidsmarges sterk zou inperken, is slechts schijn, maar het belet evenmin dat actie absoluut noodzakelijk blijft. Het nieuwe raamwerk focust immers op dezelfde uitdagingen als die welke uit louter nationaal oogpunt aan de orde zijn, namelijk het opkrikken van het groeipotentieel en het voorkomen van onhoudbare schuldposities, zowel in de private sector als bij de overheid. Door lidstaten ertoe aan te sporen tijdig in te grijpen, zullen deze gespaard blijven van de abrupte aanpassingen die anders vroeg of laat door de financiële markten zouden worden opgelegd. Vanwege haar centrale positie in het eurogebied en haar open karakter, heeft de Belgische economie bovendien alle belang bij de betere functionering van de EMU waar de sterkere beleidscoördinatie toe zal leiden.

Werk maken van het groeipotentieel van de Belgische economie

47. Het productiepotentieel ligt momenteel aanzienlijk lager dan wat had kunnen worden verwacht op grond van de trends die vóór de crisis werden opgetekend. Voor de geavanceerde landen in hun geheel waren die trends immers deels gebaseerd op een excessieve schuldopbouw. Ofschoon dit in België minder het geval was, werd het potentieel er toch aangetast vanwege de sterke afhankelijkheid van de ontwikkelingen wereldwijd. Bovendien bestaat het risico dat de crisis ook de potentiële groei zal vertragen als gevolg van een hogere risicoperceptie of van de mogelijke transformatie van conjuncturele werkloosheid in structurele werkloosheid, terwijl de veroudering van de bevolking, bij ongewijzigd beleid, hoe dan ook op het arbeidsaanbod zal wegen. Ondanks de moeilijkheid om de potentiële groei correct te meten, is het in dit opzicht illustratief dat de Europese Commissie deze groei voor België momenteel op ongeveer 1 % raamt, terwijl hij vóór de crisis nog in de buurt van 2 % lag.
48. Daartegenover blijven een aantal markante trends die zich reeds vóór de crisis hadden afgetekend, belangrijke uitdagingen voor de toekomst impliceren: de technologische vooruitgang, de toenemende mondialisering van de economie, de klimaatverandering en het feit dat de kosten van de vergrijzing zich beginnen te manifesteren. Deze laatste zijn zeer gevoelig voor wijzigingen in de onderliggende macro-economische situatie, zoals nog is gebleken uit het laatste verslag van de Studiecommissie voor de vergrijzing. Dit geldt voor het niveau van de bedrijvigheid aan het begin van de projectie – een niveau dat door de crisis werd gedrukt –,

maar ook voor de toekomstige productiviteitswinsten die, naast de inzet van arbeid en kapitaal, een belangrijke bron van potentiële groei zijn. Werk maken van het groeipotentieel is dan ook van essentieel belang en cruciale aandachtspunten daarbij zijn, in een open volkshuishouding, het arbeidsaanbod, het concurrentievermogen en innovatie en productiviteit.

49. In 2012 heeft de federale regering wezenlijke structurele arbeidsmarkthervormingen ten uitvoer gelegd ter stimulering van het arbeidsaanbod. In het kader van de Europa 2020-strategie heeft België zich immers tot doel gesteld de werkgelegenheidsgraad die in 2011 67,3% bedroeg, tegen 2020 te verhogen tot 73,2%, een toename met 6 procentpunt. De pensioenhervorming is erop gericht de werkgelegenheidsgraad in de leeftijdscategorie tussen 55 en 64 jaar metertijd aanzienlijk te verhogen. De weerslag op de totale werkgelegenheidsgraad blijft echter relatief beperkt en ook de vergrijzingskosten worden er slechts in geringe mate door gedrukt omdat de impact van de vermindering van het aantal gepensioneerden wordt gecompenseerd door een stijging van het gemiddelde pensioen als gevolg van de langere loopbaanduur. Doortastende supplementaire maatregelen, op maat van de gestegen levensverwachting, zijn derhalve geboden. De hervorming van de werkloosheidsuitkeringen beoogt een grotere responsabilisering van de werkzoekenden die, samen met de nodige begeleiding en activering, hun kansen op de arbeidsmarkt zal vergroten. Daardoor verkleint het risico dat de toename van de werkloosheid na verloop van tijd structureel wordt, zeker voor de jongeren die het zwaarst door de crisis worden getroffen. Het is overigens opvallend dat er tot op vandaag in een aantal segmenten nog steeds schaarste aan arbeidskrachten heerst.
50. Voorts moet ook de kwaliteit van het arbeidsaanbod naar omhoog door het onderwijs beter te laten voorzien in de noden van het bedrijfsleven en door werk te maken van een vermindering van het aantal jongeren dat zonder voldoende bagage de school verlaat. Systematische bijscholing tijdens de professionele loopbaan moet de regel worden, zo niet zullen in een wereld van snelle technologische verandering en permanente aanpassing van de arbeidsorganisatie, vaardigheden vlug achterhaald raken. Ten slotte moeten absoluut de vereiste stappen worden gedaan om personen van buitenlandse origine in het arbeidscircuit in te schakelen. Het niet-mobiliseren van deze omvangrijke groep medeburgers is nadelig voor het groeipotentieel van de economie en is tevens een niet te onderschatten oorzaak van sociale uitsluiting.
51. Opdat de economie op duurzame wijze banen zou kunnen creëren, moet het loonkostenverloop ook sporen met het productiviteitsbeloop. Bovendien is België's concurrentievermogen bepalend voor de vlotte integratie van ons land in de wereldeconomie. Tal van factoren spelen daarbij een rol. Deze hebben zowel betrekking op het concurrentievermogen inzake prijzen en kosten als op minder tastbare aspecten die bevorderlijk zijn voor innovatie en die – via de kwaliteit en verscheidenheid van de aangeboden producten en de organisatie van de productieprocessen – bepalend zijn voor de algemene efficiëntie van een economie. Die efficiëntie wordt doorgaans gemeten aan de hand van de totale factorproductiviteit.
52. België is ter zake op een aantal punten vrij kwetsbaar. Om te beginnen, reageert de inflatie sterk op schommelingen in de grondstoffenprijzen die zelf, als gevolg van de mondialisering, scherper zijn dan voorheen. Daardoor kwam de inflatie in 2012 opnieuw hoger uit dan in onze drie voornaamste buurlanden. Ondanks een aanzienlijke vertraging vanaf het tweede kwartaal, beliep de inflatie over het hele jaar nog steeds 2,6%. Via de automatische indexering hebben die forsere schommelingen van de inflatie snel een impact op de loonvorming. Zo stegen de brutolonen per uur in de private sector in 2012 met 3%, tegen 2,6% in 2011. Voor beide jaren samen is de loonstijging zo goed als integraal toe te schrijven aan het indexeringseffect dat 5,5% beliep. De reële conventionele aanpassingen, van hun kant, zijn met 0,2% zeer beperkt gebleven. Desondanks is de sedert 1996 opgebouwde uurloonkostenkloof ten opzichte van het gemiddelde van de drie voornaamste buurlanden tijdens de periode 2011-2012 niet vernauwd; ongerekend de loonsubsidies waarvan de impact, bij gebrek aan vergelijkbare gegevens voor de buurlanden, vooralsnog niet kan worden gemeten, bedroeg ze eind 2012

ongeveer 5%. Voorts blijft, mede als gevolg van een zwakke totale factorproductiviteit, het productiviteitsverloop achter bij dat in de buurlanden. Uit het oogpunt van de loonkosten per eenheid product, is de loonkloof daardoor nog groter; ze bedraagt bijna 13%. Debet daaraan is een handicap ten opzichte van Duitsland, die zwaarder weegt dan het concurrentievoordeel dat tussen 1996 en 2012 werd opgebouwd ten opzichte van Nederland en Frankrijk. Over een langere periode beschouwd, heeft België ook meer dan de drie buurlanden gemiddeld, marktaandeelen verloren bij de uitvoer. Dat het verlies van marktaandeelen in België groter is dan in Duitsland en kleiner dan in Frankrijk strookt met het relatieve verloop van de loonkosten per eenheid product; Nederland zag zijn marktaandeel evenwel groeien, ondanks een minder gunstig loonkostenverloop. Tot slot behoort de fiscale en parafiscale druk op arbeid in België tot de hoogste van de geavanceerde landen, wat de arbeidskosten opdrijft en het arbeidsaanbod drukt.

53. Dat de inflatie zeer gevoelig is voor schommelingen in de energieprijzen is deels toe te schrijven aan het consumptiepatroon van de Belgische huishoudens en aan de relatief lage accijnzen op energieproducten. Voor gas en elektriciteit heeft het echter ook te maken met het feit dat de leveranciers tot voor kort hun tarieven maandelijks aanpasten op basis van indexeringsformules die niet langer het eigenlijke kostenverloop weergaven. Daarom besloot de federale regering het aantal prijsaanpassingen te beperken tot maximaal vier per jaar en vanaf april 2013 mogen deze aanpassingen enkel nog gebaseerd zijn op beursnoteringen voor die producten zelf en niet langer op de aardolieprijs. In afwachting van deze laatste beslissing werden de prijzen tussen april en december 2012 bevroren, waardoor het prijsverloop voor gas en elektriciteit nauwer aansloot bij dat in de buurlanden. De mechanische impact daarvan op de inflatie bleef beperkt tot -0,1 procentpunt, maar het maatschappelijk debat dat over de prijsvorming op gang was gekomen, zette de consument ertoe aan vaker dan voorheen van leverancier te veranderen en op zoek te gaan naar de laagste prijs. Deze verhoging van de effectieve graad van mededinging kan in de toekomst een blijvend disciplinerende rol spelen. Het is tevens zaak de distributietarieven, inclusief de openbare dienstverplichtingen, in toom te houden. Om de concurrentie meer in het algemeen te bevorderen, besloot de federale regering in de zomer de mededingingsautoriteit te versterken en meer interactie met het Prijsobservatorium na te streven. Daarnaast is in een aantal sectoren de regelgeving nog vatbaar voor vereenvoudiging, wat bevorderlijk kan zijn voor de concurrentie en voor de oprichting van nieuwe bedrijven.
54. De regering kondigde in haar beleidsverklaring van november ook maatregelen aan om de uurloonkostenkloof tussen België en de drie voornaamste buurlanden te verkleinen. Daartoe worden de socialezekerheidsbijdragen vanaf april 2013 verlaagd met, op jaarbasis, 400 miljoen. Voorts wordt de berekening van de nationale consumptieprijsindex hervormd opdat deze beter het werkelijk consumptiepatroon zou weergeven en werden de sociale partners verzocht in het kader van het interprofessioneel overleg voor de periode 2013-2014 geen reële conventionele loonsverhogingen toe te kennen. Bovendien moet een groep van experts nagaan in hoeverre de loonsubsidies een impact hebben op de breedte van de loonkostenkloof; tevens is een hervorming in het vooruitzicht gesteld van de wet van 1996 ter bevordering van de werkgelegenheid en de preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen. Daarnaast dienen de statuten van arbeiders en bedienden tegen medio 2013 verder te worden geharmoniseerd.
55. De omvang van dit maatregelenpakket illustreert hoeveel belang er wordt gehecht aan het herstel van het concurrentievermogen. Het feit echter dat de regering zelf ervan uitgaat dat het zes jaar zou kunnen duren vooraleer de loonkostenkloof volledig zal zijn gedicht, geeft tegelijkertijd aan hoe moeilijk het is om een concurrentiehandicap inzake prijzen en kosten te corrigeren in een omgeving waar, in de praktijk, enkel de reële conventionele loonstijgingen – die als gevolg van de crisis toch al beperkt zouden zijn geweest – daar marge toe bieden. Precies daarom heeft de Bank eind juni 2012, naar aanleiding van de publicatie van haar studie over de indexering, diverse mogelijkheden tot aanpassing onderzocht en de voor- en nadelen daarvan aangetoond, alsook de sociale partners en de regering uitgenodigd daar de gepaste

gevolgen uit te trekken, zowel voor de loonvorming als voor de prijszetting, en zonder het principe van inflatiecompensatie in te discussiëren. Op die manier kan preventie het halen van remediering en blijft er voor de sociale partners ruimte beschikbaar om via overleg hun eigen accenten te leggen.

56. Gelet op de hoogte van de fiscale en parafiscale heffingen op inkomens uit arbeid, zou een verlaging ervan wenselijk zijn zonder dat daardoor evenwel de houdbaarheid van de overheidsfinanciën – op zich al een zware uitdaging – in het gedrang komt. Daartoe kunnen eventueel andere belastingbronnen worden aangeboord; een grotere fiscale harmonisatie op Europees vlak zou dit proces kunnen vergemakkelijken. Bovendien is de Belgische fiscaliteit ook uitermate complex. Niet alleen zijn de belastingtarieven hoog, er bestaan ook tal van aftrekposten en belastingvrijstellingen. Een onderzoek naar de impact van de verschillende soorten van heffingen en vrijstellingen op de economische groei, het concurrentievermogen en de werkgelegenheid moet derhalve de leidraad zijn voor een grondige hervorming en vereenvoudiging van de fiscaliteit.
57. Om groei te genereren, de verhoging van de totale factorproductiviteit te ondersteunen en de op het inkomensverloop wegende concurrentiebeperking af te zwakken, moeten bovendien ondernemerschap en innovatie worden gestimuleerd en moeten factoren die de oprichting van bedrijven of markttoegang belemmeren, worden weggewerkt. De economie is immers dynamisch van aard. Op korte termijn wordt het verloop ervan voornamelijk bepaald door het succes waarmee bestaande bedrijven hun traditionele producten op de markt weten te brengen. Op langere termijn is de rotatie waarbij nieuwe producten of nieuwe productieprocessen het overnemen van bestaande, veel belangrijker. Een vlotte werking van deze rotatie vergemakkelijkt ook de na de crisis noodzakelijk geworden reallocatie van middelen. Nieuwe producten kunnen succesvol zijn omdat zij gepast inspelen op nieuwe behoeften, bijvoorbeeld die welke gepaard gaan met de veroudering van de bevolking of met het streven naar een zuiniger energieverbruik en meer ecologische duurzaamheid. Zij kunnen dat evenzeer zijn vanwege hun intrinsieke kwaliteit, hun specifiek design of de overtuigingskracht waarmee zij in de markt worden geplaatst. De vraag naar dat soort van producten zal doorgaans minder prijsgevoelig zijn, terwijl de Belgische economie en de uitvoer ervan op dit ogenblik nog al te veel gesteund zijn op eenvoudig na te maken producten.
58. Het aanmoedigen van R&D en het creëren van netwerken van producenten en onderzoekscentra zijn van cruciaal belang opdat kennis zou leiden tot een performantere economie. Levenslang leren en adequate beroepsmobiliteit zijn arbeidsmarktaspecten die hand in hand gaan met een dynamische kenniseconomie. Een moderne en efficiënte overheidsadministratie moet voor de gepaste ondersteuning zorgen via, onder meer, een vereenvoudigd vergunningenbeleid. Bovendien moeten ondernemers voor hun nieuwe projecten de nodige financiering kunnen vinden, wat de noodzaak onderstreept van een vlot werkend en stabiel stelsel van financiële intermediatie.

Een stabiel financieel stelsel ten dienste van de economie

59. De financiële instellingen hebben een belangrijke rol te vervullen bij het ontplooiën van het groeipotentieel van de Belgische economie. Voor de kleine en middelgrote ondernemingen, die de basis vormen van het productievermogen van ons land, zijn zij immers de voornaamste bron van financiering en risicodekking. De vrees dat de absoluut noodzakelijke herstructurering van de Belgische financiële sector zich zou vertalen in zware beperkingen op de kredietverlening, is tot dusver grotendeels ongegrond gebleken. De banken blijven actief op de markt van de kredietverstrekking aan Belgische particulieren en ondernemingen en ze blijven aanwezig in verschillende andere landen die voor sommige onder hen van strategisch belang zijn, in het bijzonder in Centraal- en Oost-Europa.

60. Deze eerder bemoedigende vaststelling mag niet uit het oog doen verliezen dat enkele grote systeemkritische instellingen zich nog steeds moeten ontdoen van een aanzienlijk residu gedeprecieerde activa, wat hun beheer sterk bemoeilijkt met, in het licht van de verleende waarborgen, een eventueel risico voor de overheidsfinanciën.
61. In het geval van Dexia hebben de recurrente problemen met betrekking tot de herfinanciering van een omvangrijke portefeuille illiquide effecten en leningen op zeer lange termijn de autoriteiten ertoe genoopt de groep sneller te ontmantelen. Een herzien plan, goedgekeurd door de Europese Commissie, voorziet in de verkoop van de resterende operationele entiteiten en in de verkoop van Dexia Municipal Agency (DMA) aan een nieuwe kredietinstelling waarin de Franse Staat de grootste aandeelhouder is. Het plan behelst tevens een kapitaalverhoging, door de Belgische en de Franse Staat, van Dexia SA ten belope van € 5,5 miljard. En tot slot verlaagt het de driepartijenwaarborg van de Belgische, de Franse en de Luxemburgse Staat tot maximaal € 85 miljard, terwijl het deel ten laste van de Belgische Staat met ongeveer 11 miljard wordt gereduceerd.
62. Ook de KBC Groep ontving in 2008 en 2009 voor in totaal € 7 miljard overheidssteun van de Belgische federale regering en van de Vlaamse regering. In december 2012 betaalde de Groep het saldo aan de federale regering terug, namelijk 3 miljard, verhoogd met een 15 % belopende premie. In het kader van zijn verbintenis om vanaf 2013 de nieuwe Basel III-regels na te leven, verhoogde KBC zijn kapitaal via een aandelenuitgifte ten bedrage van € 1,25 miljard en via de aankondiging van een aanvullende emissie, in de eerste helft van 2013, van niet-verwaterende kapitaaleffecten ter waarde van 0,75 miljard.
63. In het licht van de omvangrijke, door de financiële crisis noodzakelijk geworden overheidsinterventies, heeft de gemeenschap terecht hoge verwachtingen van de financiële instellingen, zowel inzake ondersteuning van de economische opleving als wat het rigoureuze beheer van activiteiten en risico's betreft. Dit vereist met name veel aandacht van de autoriteiten voor de organisatie- en bestuursmodellen van de individuele instellingen. Tegen die achtergrond heeft de Bank, die sedert april 2011 belast is met het prudentieel toezicht, een ontwerp van circulaire voorbereid, dat momenteel ter consultatie bij de sector voorligt, waarin ze haar beoordelingscriteria toelicht ten aanzien van de expertise en beroepseer van de financieelbedrijfsleiders en tegelijkertijd haar verwachtingen verduidelijkt met betrekking tot de evaluaties die de instellingen zelf moeten verrichten. Voorts heeft de Bank haar horizontale analyse van het verloningsbeleid van de grote financiële instellingen voortgezet. Bedoeling daarvan is dat, tussen deze instellingen onderling, de identificatiecriteria van de medewerkers die het risicoprofiel van de onderneming het sterkst kunnen beïnvloeden alsook het aandeel van het variabel gedeelte van de aan deze medewerkers toegekende bezoldigingen, beter op elkaar worden afgestemd.
64. Om de structuren van de financiële ondernemingen te vereenvoudigen en de risico's beter af te bakenen, overwegen verschillende landen een grondiger hervorming die erop gericht is de traditionele activiteiten van de depositobanken te scheiden van de meer volatiele activiteiten van de investeringsbanken. Terwijl meer segmentatie de besmettingsverschijnselen kan doen afnemen, zou een totale splitsing ook nadelen inhouden. Doordat banken niet langer transacties in bepaalde producten zouden mogen verrichten, zou ze ten koste van de klanten kunnen gaan, en sommige instellingen zelfs brozer maken door deze ertoe aan te sporen posities te nemen die té sterk geconcentreerd zijn op de markten die voor hen toegankelijk blijven.
65. Een dergelijke hervorming is in Europa overigens amper uitvoerbaar op een nationale basis vanwege niet van toepassing op de dochterondernemingen van banken uit andere EU-landen. De Commissie heeft derhalve een groep van experts, onder voorzitterschap van de Gouverneur van de Finse centrale bank, de heer Liikanen, gelast na te gaan of een dergelijke benadering op communautair niveau opportuun is. Met het gevolg dat door de Europese Commissie

zal gegeven worden aan de conclusies van deze groep, die aanbeveelt de activiteiten van markthouder alsook die van trader voor eigen rekening vanaf een bepaalde drempel af te zonderen, zal rekening worden gehouden in het eindrapport dat de Bank in opdracht van de regering moet opstellen over de haalbaarheid van dit type van structurele hervorming in België.

66. Los van deze projecten en initiatieven van overheidswege moeten de financiële instellingen zelf hun activiteitsmodel herzien. Organisatiewijzen uit het verleden zijn vaak onaangepast en overgedimensioneerd geworden voor instellingen die op kleinere schaal zijn moeten gaan opereren. Er zijn aanpassingen nodig om de kosten te reduceren, de rentabiliteit te vrijwaren, en zich te voorzien van stabiele financieringsbronnen. In België moeten de banken het leeuwendeel van hun inkomens opnieuw betrekken uit hun traditionele intermediactieactiviteit met een cliënteel dat geconcentreerd is op een sterk concurrerende binnenlandse markt. De verzekeringsondernemingen zien hun levensverzekeringsproducten minder aantrekkelijk worden vanwege de duidelijke voorkeur van de huishoudens voor liquiditeit en vanwege de historisch lage langetermijnrente.
67. Om hun activiteiten te ontplooiën, beschikken de Belgische financiële instellingen weliswaar over het omvangrijk spaaroverschot van de huishoudens, maar deze troef trekt ook tal van buitenlandse instellingen aan. Door fiscale prikkels wordt dit overschot momenteel vooral naar de spaardeposito's gekanaliseerd. Dit zou, na een grondige analyse, een heroverweging kunnen rechtvaardigen van de impact die het fiscaal stelsel in België heeft op de financiële circuits. Deze laatste zijn op dit ogenblik sterk geconcentreerd op de banksector ten nadele van de rechtstreekse participatienemingen en van de financiering via effectenemissies of via institutionele beleggers. Voor de banken zelf is deze 'monoproduct'-structuur niet zonder risico's vermits ze hen zeer gevoelig maakt voor de parameters die bepalend zijn voor het verloop van deze deposito's. De nieuwe wetgeving die in België de uitgifte van door kredieten gedekte bankobligaties mogelijk maakt, biedt interessante kansen inzake diversifiëring, zij het echter slechts binnen bepaalde grenzen om te vermijden dat aan de balansen van de banken al te veel activa worden onttrokken die kunnen dienen als dekking voor niet-bevoorrechte schuldeisers.
68. De Bank volgt nauwgezet de in de Belgische financiële sector aan de gang zijnde herstructureringen en reorganisaties. Ze heeft daarbij vooral aandacht voor de implicaties in termen van risico's. Hoewel de recente moeilijkheden van de Belgische banken in de eerste plaats het gevolg zijn gebleken van operaties met buitenlandse tegenpartijen, mag het potentieel risico op fragilisering dat zou kunnen voortvloeien uit de heroriëntering op de binnenlandse cliënteel, niet worden onderschat. Dat is vooral het geval voor de hypotheekmarkt die voor de Belgische banken een belangrijk activiteitsdomein is. Ofschoon, algemeen beschouwd, de toekenningscriteria voor woonkredieten vrij conservatief blijven, is de gemiddelde duur van de leningen recentelijk verlengd terwijl, voor een aanzienlijk deel van de contracten, de persoonlijke inbreng van de kredietnemer zeer beperkt is aangezien het krediet vrijwel de totale waarde van het te financieren goed dekt. Vanwege de forse stijging van de vastgoedprijzen tijdens de afgelopen jaren en de negatieve impact van de economische vertraging op de werkgelegenheid, heeft de Bank de kredietinstellingen aangeraden een voorzichtig en gezond beleid aan te houden. De laatste maanden is een zekere aanscherping van de toekenningscriteria voor hypothecaire leningen vastgesteld.
69. Algemeen beschouwd, wordt het bankkrediet aan private klanten, zowel particulieren als vennootschappen, in België momenteel gekenmerkt door een gematigd percentage wanbetalingen maar, precies daardoor, worden slechts vrij geringe voorzieningen aangelegd. Tegen een dergelijke achtergrond zou een – zelfs beperkte – verslechtering van de financiële soliditeit van deze categorieën kredietnemers vlug kunnen leiden tot een aanzienlijke toename van de waardeverminderingen, waardoor de rentabiliteit snel zou worden aangetast. De Bank beoordeelt regelmatig de kwaliteit van de leningen en vanaf 2013 zal ze daarbij kunnen

steunen op uitgebreider kwantitatieve en kwalitatieve informatie die de kredietinstellingen haar via de Centrale voor kredieten aan ondernemingen zullen verstrekken.

70. De door de kredietnemers gedragen financiële lasten zijn recentelijk verlicht als gevolg van de rentedaling op de kapitaalmarkt. A priori is dit bevorderlijk voor de financiële stabiliteit, terwijl de financiële instellingen ook aanzienlijke meerwaarden hebben weten te boeken op hun effectenportefeuilles. Deze lagerenteomgeving bemoeilijkt evenwel het balansbeheer van de financiële instellingen.
71. De banken zullen de impact van een en ander slechts op termijn gevoelen, namelijk in geval van snelle aanpassingen van de respectieve rentevoorzwaarden voor activa en passiva. Dit dreigt des te meer op de rentabiliteit te wegen daar de instellingen hun winsten vooraf zullen hebben trachten te vergroten door hun passiva tegen een lage variabele rente grotendeels aan te wenden voor de aanschaf van vast- en hogerrentende activa. De Bank is recentelijk meer onderzoek gaan verrichten naar de wijze waarop de belangrijkste kredietinstellingen het renterisico beheersen.
72. De verzekeringsondernemingen hebben moeite om voldoende inkomens te genereren teneinde de gewaarborgde rendementen aan hun klanten te kunnen uitkeren. Om deze kwetsbaarheid te verhelpen, zou het uit prudentieel oogpunt gerechtvaardigd zijn de regels inzake het plafonneren van de gewaarborgde rentes die aan de levensverzekeringsovereenkomsten kunnen worden toegekend, regelmatig aan te passen. Bij ontstentenis daarvan zal de Bank er zich, via individueel toezicht, van vergewissen dat iedere instelling de gewaarborgde rentes van haar levensverzekeringsovereenkomsten vastlegt op niveaus die verenigbaar zijn met de aan haar activa verbonden rendementen en risico's alsook met haar kostenstructuur.
73. De reglementaire normen inzake solvabiliteit en liquiditeit zijn een essentiële parameter voor het risicobeheer van de financiële instellingen. Deze laatste zullen zich moeten aanpassen aan de ingrijpende wijzigingen die deze regels de komende jaren zullen ondergaan.
74. In de banksector zal de toepassing van de nieuwe zogenoemde Basel III-normen inzake solvabiliteit zich, na een overgangperiode die loopt van 2013 tot 2018, vertalen in een forse toename van de behoeften inzake eigen vermogen. De Bank monitort regelmatig de plannen van de voornaamste kredietinstellingen voor de overgang op deze nieuwe normen, rekening houdend met de aanpassingen van de activiteitsmodellen, de vooruitzichten inzake rentabiliteit, het mogelijk risicoverloop en, in voorkomend geval, de acties die worden overwogen, inclusief de uitgifte van eigenvermogensinstrumenten. Inzake liquiditeit zouden de Belgische kredietinstellingen, doordat sedert 2011 specifieke ratio's worden toegepast en de Bank zeer geregeld hun thesaurieposities volgt, nu reeds de nieuwe normen moeten kunnen naleven, zonder gebruik te maken van de tussenfasen waarin door het Basel Comité wordt voorzien.
75. Ook in de sector van de verzekeringen is een aanvang gemaakt met de herziening van de solvabiliteitsregels in het kader van de Europese richtlijn Solvency II. Het van kracht worden van deze nieuwe normen, aanvankelijk gepland voor 2012, is evenwel uitgesteld omdat de toepassing, op de financiële verplichtingen met waarborgen op lange termijn, van de in het kader van de richtlijn voorgestelde evaluatiemethoden scherpe schommelingen teweegbracht in de waardering van het eigen vermogen van de verzekeringsondernemingen. De Bank is nauw betrokken bij de op Europees niveau aan de gang zijnde aanpassingswerkzaamheden en ze is inmiddels begonnen met de omzetting, in Belgisch recht, van sommige bepalingen van de Solvency II-richtlijn. Tevens heeft ze verschillende grote Belgische verzekeringsondernemingen verzocht mee te werken aan het door de EU in juli 2012 opgestart onderzoek naar de impact van de nieuwe regels.

76. De Bank heeft voor de tenuitvoerlegging van haar prudentieel beleid geopteerd voor een multidisciplinaire aanpak. Zo heeft ze interne coördinatiecomités opgericht om de synergieën met de andere activiteiten van de Bank optimaal te benutten. Dit kader moet zorgen voor een vlotte en snelle uitwisseling van informatie tussen de toezichhoudende diensten en de entiteiten die op de financiële markten moeten interveniëren of die welke studies maken of statistieken verzamelen die het prudentieel toezicht kunnen verduidelijken en verrijken. Bij risicoanalyses wordt erop toegezien dat de micro- en macroprudentiële dimensie met elkaar worden gecombineerd.
77. Teneinde de werkzaamheden van deze coördinatiecomités duidelijker af te bakenen, heeft de Bank hoofdlijnen uitgestippeld. Een meerjarig actieplan legt voor 2013 de nadruk op een grondige analyse van de activiteitsmodellen en van de rentabiliteit van de grote Belgische financiële instellingen, op de krediet-, liquiditeits- en renterisico's alsook op specifieke componenten van de toezichtprocedures en -methoden, zowel voor de banken als voor de verzekeringsondernemingen.
78. Om de adequaatheid van haar prudentieel beleid te controleren, kan de Bank afgaan op het extern oordeel van het IMF in het kader van het evaluatieprogramma van de financiële sector (FSAP). Landen die systemisch belangrijk zijn voor de financiële stabiliteit, waaronder België, worden door het Fonds geregeld aan dit programma onderworpen. Tijdens deze momenteel aan de gang zijnde onderzoeksmis­sie wordt bekeken of de toezichtmethoden van banken en verzekeringsondernemingen alsook de procedures inzake crisisbeheer en tenuitvoerlegging van het macroprudentieel beleid in overeenstemming zijn met de internationale best practices ter zake. Ook de stabiliteit van het gezamenlijk Belgisch financieel stelsel wordt geanalyseerd en door middel van stresstests wordt nagegaan in welke mate de grote instellingen in staat zijn schokken op te vangen. Dit beoordelingsprogramma van het IMF moet uitmonden in aanbevelingen die erop gericht zijn de stabiliteit van het Belgisch financieel stelsel te verstevigen en, zodoende, de sector beter uit te rusten om de talrijke uitdagingen waar hij zich voor geplaatst weet, aan te gaan.
79. De fundamentele wijzigingen in de regelgeving en in de architectuur van het prudentieel toezicht zullen immers verrijkende gevolgen hebben, zowel voor de financiële instellingen als voor de financiële autoriteiten. Deze veelomvattende opdrachten zullen alle aandacht vragen en tegelijkertijd zeer veel middelen vergen om de over verschillende jaren gespreide projecten tot een goed einde te brengen. Deze inspanning op lange termijn mag echter niet worden geleverd ten koste van een verslapping van de waakzaamheid die bij het toezicht op de individuele instellingen geboden blijft.

De houdbaarheid van de overheidsfinanciën veiligstellen

80. Een derde belangrijke beleidsuitdaging is de gezondmaking van de overheidsfinanciën. In 2008 kwam er abrupt een einde aan een periode waarin de begroting meestal in evenwicht was en de overheidsschuld gestaag daalde. Sinds het recessiejaar 2009, toen het begrotingstekort opliep tot 5,5% bbp, behoort België tot de landen met een buitensporig tekort. Om dit te verhelpen, moest het tekort in 2012 onder de drempel van 3% bbp worden gebracht, zoals voorgeschreven door de Ecofin-Raad, en werd in het stabiliteitsprogramma een traject vastgelegd dat er moet voor zorgen dat de begroting in 2015 opnieuw in evenwicht is.
81. Als gevolg van de inspanningen van de gemeenschappen en gewesten en vooral van de federale overheid, verbeterde het structureel primair saldo in 2012 met ongeveer 1% bbp. Ondanks de teruggang van de bedrijvigheid kwam het overheidstekort aldus op 3% bbp uit, tegen 3,7% in 2011. Daarbij werd ervan uitgegaan dat de 0,8% bbp belopende kapitaalinjectie ten voordele van Dexia niet in het tekort moet worden opgetekend, al bestaat daar nog geen

zekerheid over. De overheidsschuld, die daar hoe dan ook de weerslag van onderging, was eind 2012 opgelopen tot 99,6 % bbp, tegen 97,8 % een jaar eerder. Deze stijging heeft ook te maken met de conjunctuurverslechtering en de Belgische bijdrage tot het inperken van de gevolgen van de schulden crisis in het eurogebied, terwijl de terugbetaling van de steun aan KBC een neerwaartse impact had ten belope van 1,1 % bbp. Hoewel de schuldgraad aldus hoger bleef dan die in het eurogebied, nam het verschil af van bijna 40 procentpunt eind 2000 tot 7 procentpunt eind 2012.

82. Gelet op die hoge schuldgraad en de zeer zware kosten die met de vergrijzing gepaard gaan, is het van belang dat de inspanningen voortgang hebben en dat wordt vastgehouden aan het in het stabiliteitsprogramma uitgestippelde traject. Beide factoren verklaren ook waarom België een relatief hoge middellangetermijndoelstelling heeft, waarvan de minimumvereiste in 2012 opwaarts werd herzien naar een structureel overschot van 0,75 % bbp. Het aantreden van de federale regering eind 2011 en het programma van deze laatste inzake structurele hervormingen en begrotingsconsolidatie heeft er ongetwijfeld toe bijgedragen dat de rente op Belgisch overheidspapier in 2012 fors is gedaald. In dat jaar alleen al leidde dit tot een besparing op de rentelasten ten bedrage van 0,3 % bbp; het daaruit voortvloeiende voordeel zal de komende jaren nog toenemen. Enkel door het ingeslagen pad van begrotingsconsolidatie te blijven bewandelen, kan de hervonnen geloofwaardigheid worden verankerd, terwijl uitstel de onvermijdelijke aanpassing alleen maar duurder zou maken via hogere rentelasten, zeker indien de risicooversie op de financiële markten ten aanzien van de Belgische overheidsschuld opnieuw zou toenemen. Bovendien leert het verloop van de crisis in het eurogebied dat een stijgende rente op overheidsleningen niet te verwaarlozen negatieve gevolgen heeft voor de banksector en voor de financieringskosten van huishoudens en bedrijven.
83. Het is daarbij in eerste instantie zaak dat de uitvoering van de begroting voor 2013 nauwgezet wordt gevolgd en dat, indien nodig, wordt bijgestuurd. Dit is noodzakelijk omdat de begroting opgemaakt is op basis van de groeihypothese uit de Economische Begroting van september 2012 waarin de verdere conjuncturele verslechtering tijdens het vierde kwartaal van 2012 nog niet verrekend was. Bovendien valt de aangekondigde saneringsinspanning voor de gezamenlijke overheid kleiner uit dan waar initieel werd van uitgegaan; er werd immers gerekend op een aanzienlijke extra inspanning van de gemeenschappen, de gewesten en de lokale overheid bovenop de begrotingsmaatregelen die zij reeds hadden aangekondigd. Nog belangrijker is evenwel dat er, voor de periode nadien, een duidelijk en geloofwaardig plan wordt opgesteld om in 2015 een structureel evenwicht te bereiken. Een dergelijke aanpak is immers beter voor het vertrouwen dan indien slechts schoorvoetend werk zou worden gemaakt van de gezondmaking van de overheidsfinanciën.
84. De primaire uitgaven van de overheid zijn inmiddels opgelopen tot ruim 50 % bbp, terwijl ze in 2000 nog 42,5 % bedroegen. Deze toename wordt vastgesteld voor de federale overheid, de sociale zekerheid, de gemeenschappen en gewesten en de lokale overheid. Behalve dat het groeitempo van de overheidsuitgaven niet in overeenstemming is gebracht met het lagere groeipotentieel, is het zelfs hoog gebleven in vergelijking met het groeitempo van de Belgische economie van vóór de crisis. Om die reden moet de gezondmaking van de overheidsfinanciën in de eerste plaats gesteund zijn op het afremmen van de groei van de primaire uitgaven, vooral voor die welke het minst bevorderlijk zijn voor een verhoging van het groeipotentieel en van de werkgelegenheid, en voor de afvlakking van de sociale ongelijkheden, terwijl de vergrijzingskosten moeten worden gematigd door de effectieve pensioenleeftijd verder op te trekken. Gelet op de omvang van de inspanning zal niet kunnen worden vermeden dat supplementaire ontvangsten moeten worden gezocht. Een verhoging van de heffingen op inkomens uit arbeid is daarbij evenwel niet aan de orde. Deze heffingen zijn immers al bijzonder hoog en een verdere verzwaring ervan zou het groeipotentieel aantasten. Bovendien moet worden geijverd voor een correcte inning van de belastingen en voor fraudebestrijding, en kan een vereenvoudiging van de fiscaliteit belastingontwijking tegengaan.

85. De budgettaire consolidatie moet worden gedragen door alle geledingen van de overheid. Het komt er dus op aan de bijdrage van de verschillende beleidsniveaus duidelijk te omlijnen en bovendien, zoals bepaald in het akkoord over de staatshervorming, bepaalde variabelen van de wet betreffende de financiering van de gemeenschappen en gewesten definitief bij te stellen. Daarenboven is er nood aan een stevige budgettaire coördinatie tussen de deelgebieden en de federale overheid waarbij ieder niveau zich verbindt tot duidelijke begrotingsdoelstellingen op middellange termijn. België is bovendien een van de landen die het zogeheten begrotingspact nog moeten bekrachtigen en de bijbehorende begrotingsregel moet nog in de nationale wetgeving worden opgenomen.

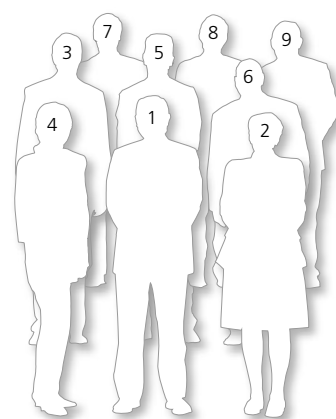
86. De Belgische economie beschikt over tal van troeven die het haar mogelijk hebben gemaakt een hoge levensstandaard op te bouwen. Wil ze tegen de achtergrond van de toenemende mondialisering en van de vergrijzing van de bevolking ook in de toekomst een dergelijke levensstandaard blijven genereren en het bestaand sociaal model vrijwaren, dan moet ze evenwel een aantal belangrijke uitdagingen aangaan die door de crisis nog duidelijker zijn beklemtoond. Er is behoefte aan een coherent actieplan om het groeipotentieel en de transitie naar een kenniseconomie te ondersteunen, financiële stabiliteit te garanderen en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën veilig te stellen. Alleen op die manier kan het vertrouwen van huishoudens en bedrijven terugkeren en kan opnieuw worden aangeknoopt bij duurzame groei. Uitstel is geen optie. In andere landen van het eurogebied is trouwens gebleken tot welke pijnlijke aanpassingen een niet-tijdige reactie kan leiden. Zowel de verschillende politieke overheden als de sociale partners dragen daarbij een cruciale verantwoordelijkheid.

Brussel, 30 januari 2013

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 **Rudi Thomaes**, REGENT
- 12 **Didier Matray**, REGENT
- 13 **Rudy De Leeuw**, REGENT
- 14 **Karel Van Eetvelt**, REGENT
- 15 **Michèle Detaille**, REGENT
- 16 **Jean-François Cats**, REGENT
- 17 **Sonja De Becker**, REGENT
- 18 **Marc Leemans**, REGENT
- 19 **Jean-Louis Six**, REGENT
- 20 **Hans D'Hondt**, VERTEGENWOORDIGER VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

