

# Verslag voorgesteld door de gouverneur namens de Regentenraad\*

## 1. Mondiale constellatie in voortdurende verandering

1. Nadat de financiële en economische crisis diepe wonden had geslagen, zette het herstel zich in de geavanceerde economieën in 2015 schoorvoetend voort. De groei trok er aan tot 1,9%, tegen 1,8% in 2014. De opkomende economieën daarentegen lieten voor het vijfde jaar op rij een vertraging optekenen. Ze groeiden met 4%, 0,6 procentpunt minder dus dan in 2014. Vanwege de omvang van die vertraging én hun gewicht in de internationale economie – ze zijn inmiddels goed voor bijna 60% van de mondiale economische bedrijvigheid – vertraagde de groei wereldwijd van 3,4% in 2014 tot 3,1% in 2015. Een en ander deed de grondstoffeprijzen fors dalen – een beweging die reeds eind 2014 had ingezet – en zorgde voor een vertraging in de groei van de wereldhandel. Met slechts 2,6% bleef deze laatste zelfs achter bij de toename van de wereldwijde bedrijvigheid, ofschoon de handelsstromen doorgaans sneller groeien dan het bbp.
2. De vertraging in de opkomende landen heeft de kracht van het herstel in de geavanceerde economieën gedrukt, vooral in de tweede helft van het jaar toen ook de onzekerheid en de volatiliteit op de financiële markten toenamen. De interne groeidynamiek bleef er niettemin vrij robuust, deels omdat de diverse beleidsmakers bij het uitstippelen van hun koers rekening hielden met de nieuwe tegenwind uit de opkomende landen. Tal van geavanceerde economieën zijn bovendien netto-invoerders van grondstoffen, zodat de koopkrachtwinst als gevolg van de daling van de grondstoffeprijzen er een aanzienlijk tegenwicht vormde tegen de minder rooskleurige uitvoer.
3. Het herstel is het verst gevorderd in het Verenigd Koninkrijk en in de Verenigde Staten, waar de Federal Reserve in december de beleidsrente voor het eerst na de crisis heeft opgetrokken. Daarbij werd aangegeven dat het verdere normaliseringsproces wellicht zeer geleidelijk zou verlopen. Ook in Japan en in het eurogebied hield de opleving aan, zij het meer gematigd. Toch blijven de onderbezetting van de productiecapaciteit en de bijbehorende neerwaartse druk op het prijsverloop in het eurogebied groot, zodat de monetairbeleidskoers er in 2015, zoals hieronder meer gedetailleerd wordt toegelicht, zelfs nog werd versoepeld. Die divergenties in de monetairbeleidskoers van de grote geavanceerde economieën vertaalden zich in een verdere ontkoppeling van hun renteverloop op lange termijn en in aanzienlijke wijzigingen in de

\* Twee regenten kunnen het verslag niet in zijn totaliteit onderschrijven.

onderlinge wisselkoersverhoudingen. In een omgeving van grote intrinsieke onzekerheid over de stand van de economie, is het zaak dat de centrale banken gepast blijven communiceren over hun intenties en dat ze vermijden zelf bron van onzekerheid te worden. Een dergelijke communicatie zal noodzakelijkerwijs conditioneel zijn en moet duidelijk maken in hoeverre de intenties afhangen van de realisatie van bepaalde macro-economische scenario's.

4. De groeivertraging in de opkomende economieën is toe te schrijven aan een combinatie van factoren die elkaar in de hand hebben gewerkt. De voornaamste factor is evenwel de omslag in de krediet- en investeringsboom van de voorgaande jaren. In China, waar de investeringsboom voornamelijk intern werd gefinancierd, opteeden de autoriteiten voor een centraal gestuurde overgang van een investerings- en exportgerichte economie naar een meer op consumptie en diensten gesteund groeiemodel. Hoewel die transitie onontbeerlijk is om een evenwichtiger, duurzamer en milieuvriendelijker groeiemodel te bewerkstelligen, impliceert ze het risico van een te forse groeivertraging op korte termijn en kan ze de kwetsbaarheden die zich in het Chinees financieel stelsel hebben geaccumuleerd, vergroten. Om die risico's in te dijken, besloten de Chinese autoriteiten in de loop van 2015 het budgettair, monetair en wisselkoersbeleid te versoepelen. Toch bleef de onzekerheid over de aan de gang zijnde economische ontwikkelingen groot en waren de financiële markten de eerste weken van 2016 uitgesproken nerveus. Intussen is China immers 's werelds grootste economie.
5. In tal van andere opkomende economieën die doorgaans intense handelsrelaties met China onderhouden, werd de boom daarentegen extern gefinancierd. In sommige gevallen bleek hij bovendien sterk geconcentreerd te zijn in de ontginning van voornamelijk voor China bestemde grondstoffen aangezien het productieproces er tot voor kort zeer grondstoffenintensief was. Door de herinschatting van de groeiperspectieven en in het vooruitzicht van de normalisering van het monetair beleid in de Verenigde Staten, zagen sommige van die landen hun kapitaalstromen fors omslaan, wat leidde tot strengere financiële voorwaarden en scherpe valutadepreciaties. Die bewegingen waren het duidelijkst in Rusland – dat ook te lijden had onder het door de EU afgekondigde handelsembargo – en in Brazilië, twee landen die de waarde van hun munt tussen medio 2014 en eind 2015 nagenoeg zagen halveren, terwijl hun economieën in 2015 met bijna 4% krompen. In dergelijke omstandigheden werkt muntontwaarding in principe corrigerend via de ondersteuning van de netto-uitvoer, maar in landen waar in vreemde valuta luidend krediet een voorname plaats inneemt, maakt ze het financieel stelsel ook extra broos. Is het monetair beleid bovendien onvoldoende geloofwaardig, dan kan ze via de verwachte verdere prijsstijgingen een zichzelf voedende depreciatiespiraal op gang brengen. Verscheidene Latijns-Amerikaanse landen, bijvoorbeeld Argentinië en Brazilië, hadden in 2015 een hoge inflatie.
6. Het einde van de investeringsboom heeft niet enkel cyclische implicaties. Het laat, voor zover die boom in bepaalde sectoren aanleiding heeft gegeven tot structurele overinvesteringen, ook sporen achter op het productiepotentieel. Dat geldt in de eerste plaats voor landen die grondstoffen exporteren omdat bepaalde ontginningsinstallaties als gevolg van de forse prijsdalingen niet langer op rendabele wijze kunnen worden geëxploiteerd. Economieën met betere fundamentals van hun kant bleven zeer robuuste groeicijfers optekenen. In India, bijvoorbeeld, beliep de groei 7,3 %, evenveel als in 2014. Daaruit blijkt dat duurzame integratie van minder geavanceerde landen in de wereldeconomie op langere termijn een enorm potentieel blijft bieden. De ontsluiting van markten waarop zowel de behoeften als het inhaalpotentieel immens blijven, opent tal van investeringsmogelijkheden voor de spaaroverschotten die tot stand komen in geavanceerde economieën met een vergrijzende bevolking.
7. De vertraging in, en de veranderende samenstelling van de groei in China kunnen ervoor zorgen dat voortaan minder beslag zal worden gelegd op schaarse grondstoffen. Ze verminderen tevens de uitstoot van broeikasgassen, hoewel het risico bestaat dat, door de forse prijsdalingen, het verbruik elders zal toenemen. Naar aanleiding van de klimaatconferentie

in Parijs in december 2015 hebben de landen van de Verenigde Naties bovendien een akkoord gesloten dat erop gericht is de opwarming van de aarde te beperken. Dat zou er moeten toe bijdragen op termijn niet enkel het ecosysteem op zich, maar ook het hele economische weefsel te beschermen tegen de gevolgen van de klimaatverandering. Tegenover die langetermijnwinst staat dat de overgang naar een economie die minder broeikasgassen uitstoot, op kortere termijn gepaard gaat met kosten. Het efficiënt bewerkstelligen van die transitie is een grote uitdaging en zal een ingrijpende reallocatie van middelen vereisen. Die ommekeer biedt echter ook kansen aangezien meer onderzoek en investeringen in milieuvriendelijke technologie een bron van groei kunnen zijn en het huidig investeringsdeficit deels mee kunnen helpen wegwerken. De gevolgen zullen overigens niet beperkt blijven tot de reële economie; ze vergen ook aandacht uit het oogpunt van de financiële stabiliteit. Zo zou een abrupte herziening van de prijzen voor activa die geassocieerd worden met een grote emissie – dat zijn vaak schuldgefinancierde activa –, het financieel stelsel onder druk kunnen zetten. Die risico's – zowel voor de reële economie als voor het financieel stelsel – zullen beter beheersbaar zijn als de transitie voldoende vroeg wordt aangevat, zodat ze zo geleidelijk en voorspelbaar mogelijk kan verlopen.

8. 2015 was ook een jaar waarin de gevolgen van geopolitieke spanningen en conflicten almaar verder uitdijden, niet alleen in de vorm van terroristische aanslagen – die tot dusver een eerder beperkte impact hebben gehad op de economische bedrijvigheid in zowel het eurogebied als België –, maar ook van aangroeiende vluchtelingenstromen. De vluchtelingen bewegen zich in de eerste plaats in de conflictregio's zelf, maar sinds de zomer trekken ook steeds grotere aantallen naar landen van de EU. Afgezien van de logistieke, sociale en maatschappelijke uitdagingen die gepaard gaan met een dergelijke instroom van vluchtelingen, rijst de vraag naar de economische consequenties ervan. Volgens een eerste analyse van de Europese Commissie – onvermijdelijk omgeven door tal van onzekerheden –, zouden in 2015 ruim 1 miljoen asielzoekers zijn aangekomen, een aantal dat tegen 2017 zou kunnen oplopen tot 3 miljoen. Toch zouden de economische gevolgen en, meer in het bijzonder, het effect op de overheidsfinanciën al met al beperkt blijven, vooral omdat de totale bevolkingstoename in de EU niet boven de 0,4% zou uitkomen, rekening houdend met het feit dat niet alle asielaanvragen zullen worden ingewilligd. Op een ietwat langere termijn kan het effect op de overheidsfinanciën zelfs licht positief zijn, al is dat sterk afhankelijk van de mate waarin de nieuwkomers zich met succes op de arbeidsmarkt begeven en zodoende de economische groei schragen. De snelheid van de erkenningsprocedures, de vaardigheden en competenties waarover de asielzoekers bij hun aankomst beschikken en de inspanningen die de gastlanden leveren om hun arbeidsmarktintegratie te bevorderen, zijn daarbij belangrijke determinanten. De uitdagingen ter zake zijn niet gering en zullen een werk van lange adem worden, maar die investering is absoluut noodzakelijk om de huidige migratiestroom om te buigen tot een positieve aanbodschock voor de Europese economie. Op langere termijn zijn de gevolgen het grootst voor Duitsland, Oostenrijk en Zweden, de drie voornaamste landen van bestemming, terwijl op kortere termijn de kosten voor opvang eveneens geconcentreerd zijn in de transitlanden.
9. In het licht van een constant veranderende mondiale constellatie is het zaak om over voldoende aanpassingsvermogen te beschikken en terzelfder tijd oog te hebben voor het effect van de mondialisering op de sociale cohesie. De nationale economieën moeten daarbij de reflex weerstaan om op zichzelf terug te plooiën en ze dienen protectionisme te weren. Openheid en internationale handel impliceren namelijk ook – en vooral – meer welvaart. Handel verhoogt immers de productiviteit, vergemakkelijkt de verspreiding van nieuwe technologieën, opent nieuwe afzetmarkten, leidt tot meer concurrentie en verschaft de consument toegang tot nieuwe producten en variëteiten. Voor de landen van de EU, en meer nog voor die welke tot de muntunie behoren, tonen de gebeurtenissen van 2015 bovendien aan dat het Europees integratieproces kwalitatief moet worden bijgestuurd. De aanpak van de vluchtelingenproblematiek, de discussie over Griekenlands deelname aan de euro tijdens de

zomer en de vraag van het Verenigd Koninkrijk om de voorwaarden van zijn EU-lidmaatschap te herzien, wezen stuk voor stuk in die richting. Een dergelijke bijsturing moet leiden tot een efficiëntere aanpak van gemeenschappelijke uitdagingen, tot het vrijwaren van de integriteit van de muntunie via de noodzakelijke uitdieping ervan, en tot het vinden van een nieuw evenwicht tussen lidmaatschap van de EU en deelname aan de muntunie. Dat is geen doel op zich, maar wel noodzakelijk om de groeidynamiek in Europa maximaal te ondersteunen, volop profijt te trekken van de invoering van de euro en, op internationaal niveau, een voldoende groot soortelijk gewicht te waarborgen.

## 2. Eurogebied: het herstel ombuigen tot duurzame groei en de fundamenteën verstevigen voor een stabiele muntunie

10. In het eurogebied trok de groei aan van 0,9% in 2014 tot 1,6%, al was hij tijdens de tweede helft van het jaar iets minder dynamisch door de tanende vraag van de opkomende economieën. De versnelling manifesteerde zich bovendien in vrijwel alle landen van het eurogebied. De daling van de olieprijs, de gunstige financieringsvoorwaarden die gepaard gaan met de monetairbeleidsaccommodatie en de overgang van een restrictieve op een neutrale begrotingskoers zijn evenveel factoren die de binnenlandse vraag – inmiddels de stuwende kracht achter de groeidynamiek – ondersteunden. De weerslag, op de uitvoer, van de verzwakte wereldhandel werd dan weer getemperd door de depreciatie van de euro. Niettemin blijft het herstel gematigd, zowel in vergelijking met de omvang van de in 2015 werkzame gunstige factoren als met de ommekeer die inmiddels heeft plaatsgevonden in andere geavanceerde economieën zoals de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk. In het eurogebied heeft de economische bedrijvigheid immers nog steeds niet haar peil van vóór de crisis bereikt en, ondanks de toename van de werkgelegenheid met zowat 1%, beliep de werkloosheid er aan het einde van het jaar nog 10,5%.
11. Dit alles drukt het binnenlandse kostenverloop, vooral de loonkosten per eenheid product. Ongerekend energiedragers en levensmiddelen bleef de inflatie dan ook beperkt tot 0,8%. Daarop entte zich het effect van de forse prijsdalingen voor grondstoffen – in het bijzonder ruwe aardolie –, zodat de totale consumptieprijsindex in 2015 hoegenaamd niet steeg. Meer nog, de inflatieverwachtingen raakten enigszins besmet, zelfs op langere termijn. Wanneer een dergelijke dynamiek zonder gepaste beleidsreactie haar gang kan gaan, ontstaat het risico dat de economie zich permanent in een omgeving van lage inflatie gaat nestelen of zelfs afglijdt naar deflatie. De lagere verwachtingen beïnvloeden immers de prijs- en loonvorming en ze hebben derhalve ook een effect op de werkelijke inflatie. Bovendien stijgt de reële rente als de daling van de inflatieverwachtingen niet wordt tegengegaan door een versoepeling van het monetair beleid, wat het herstel van de bedrijvigheid – en dus ook van de inflatie zelf – bemoeilijkt. De lage inflatie is op dat ogenblik niet langer een louter symptoom van de economische malaise – wat op zich al verontrustend is –, ze wordt tevens een factor die het herstel gaat belemmeren, ook omdat ze het proces van schuldafbouw bemoeilijkt.
12. In het licht van die risico's en de ernst ervan, opteerde de Raad van Bestuur van de ECB in 2015 voor een extra versoepeling van de monetairbeleidskoers. Omdat de ruimte voor een verdere verlaging van de beleidsrentes beperkt was, nam de versoepeling in eerste instantie de vorm aan van een grootschalig programma van effectenaankopen dat in januari 2015 werd aangekondigd en vanaf maart 2015 werd geïmplementeerd. Het werd geënt op de in de loop van 2014 gestarte programma's voor de aankopen van Asset Backed Securities (ABS) en gedekte bankobligaties. Het programma beoogt, bovenop de genoemde activa, op de secundaire markt obligaties van de overheidssector van het eurogebied aan te kopen naar rato van in totaal € 60 miljard per maand, aanvankelijk gepland tot september 2016 en in ieder geval tot zolang als nodig is om een duurzame aanpassing van het inflatieprofiel te bewerkstelligen die spoort met de doelstelling van een inflatie onder, maar dicht bij 2% op middellange termijn. Omdat

het na de zomer duidelijk werd dat die duurzame aanpassing van het inflatieprofiel langer op zich zou laten wachten, voerde de Raad van Bestuur de monetairbeleidsaccommodatie in december verder op. Daartoe werd de geplande duur van het aankoopprogramma met zes maanden verlengd – tot maart 2017 – en werd besloten om voortaan ook obligaties van regionale en lokale overheden aan te kopen. De verlenging met zes maanden is niets anders dan de logische toepassing van de voorwaarden die van bij het begin van het programma waren geformuleerd. Deze laatste blijven overigens integraal behouden, zodat het aankoopprogramma na maart 2017 kan doorlopen, mocht dat noodzakelijk blijken voor de prijsstabiliteit. Voorts werd voor de op vervalddag gekomen effecten een herinvesteringsbeleid bekendgemaakt, werd de rente op de depositofaciliteit met 10 basispunten verlaagd tot  $-0,3\%$  en werd de voortzetting aangekondigd, tot ten minste eind 2017, van de vasterentetenders met volledige toewijzing voor alle herfinancieringstransacties. Zodoende werd het aankoopprogramma niet enkel uitgebreid, maar door aanvullende acties ook versterkt.

13. De versoepeling had een gunstige impact op de financieringsvoorwaarden in de economie. Ondanks periodes van toegenomen volatiliteit, daalde de nominale rente op overheidspapier tot ongekend lage niveaus, niet alleen in Duitsland maar ook in de meer kwetsbare landen van de muntunie. Bovendien kwam er een einde aan de daling van de inflatieverwachtingen, zodat ook de reële lange rente – relevant voor bestedingsbeslissingen – terugliep. De ruimte die het aan het Eurosysteem verkochte overheidspapier in de portefeuilles van beleggers en financiële instellingen creëerde, zette hen er bovendien toe aan op zoek te gaan naar alternatieve beleggingen, eventueel ook buiten het eurogebied. Op die manier werd de waardering van meer risicovolle activa, zoals bedrijfsobligaties en aandelen, gestut, terwijl de wisselkoers van de euro daalde. De monetaire impuls bereikte in 2015 ook steeds meer de huishoudens en bedrijven die voor hun financiering sterk afhankelijk zijn van de banken. Zo liepen de rentetarieven voor nieuwe bankleningen aanzienlijk terug, vooral in de meer kwetsbare landen van het eurogebied waar de transmissie van verlagingen van de beleidsrente tevoren onvolledig was gebleken. In combinatie met minder restrictieve kredietvoorwaarden en een aantrekkelijke vraag, werd de groei van leningen in 2015 dan ook opnieuw positief, wat het herstel schraagde.
14. Daarbij mag evenwel niet uit het oog worden verloren dat het accommoderend monetair beleid neveneffecten heeft en risico's kan inhouden voor de financiële stabiliteit. Die risico's houden verband met een mogelijke overwaardering van de activaprijzen, met een overdreven zoektocht naar rendement – in het bijzonder door financiële instellingen die hun rentabiliteit in de lagerenteomgeving zien tanen –, of nog, met het verstoren van de middelenallocatie in de economie, wat uiteindelijk het groeipotentieel ondermijnt. Zolang dergelijke risico's enkel in bepaalde segmenten van het financieel stelsel voorkomen, is het prudentieel beleid – en het macroprudentieel beleid in het bijzonder – het best geplaatst om ze in te dijken. Zodoende kan het monetair beleid focussen op zijn primaire doelstelling – het behoud van prijsstabiliteit –, wat overigens positieve spillovereffecten sorteert op de financiële stabiliteit. Het heeft immers een gunstige impact op de vermindering van de schuldgraad en werkt het economisch herstel in de hand, waardoor de kredietkwaliteit van de uitstaande leningen verbetert. Duiken er evenwel veralgemeende risico's voor de financiële stabiliteit op – waarvan het bewaarheid worden vroeg of laat ook gevolgen zou hebben voor de macro-economische stabiliteit –, dan moet het monetair beleid daar, vanuit een middellangetermijnperspectief, eveneens rekening mee houden.
15. In het eurogebied zijn er op dit ogenblik evenwel slechts schaarse aanwijzingen voor een algemene overwaardering van de activaprijzen. Er lijkt evenmin een nieuwe kredietboom in de maak. Integendeel, té restrictieve kredietvoorwaarden blijven reden tot bezorgdheid aangezien ze de financiering van nieuwe projecten bemoeilijken. Wel blijkt dat de rentabiliteit van banken en verzekeringen onder druk is komen te staan als gevolg van zowel de trage nominale groei als de lagerenteomgeving. Voorts is het prijsverloop van commercieel vastgoed dynamisch.

Voor residentieel vastgoed is er kennelijk, na de scherpe correcties in sommige landen, geen algemene overwaardering voor de muntunie in haar geheel, maar er zijn wel grote verschillen tussen de landen onderling. Gelet op de sectorspecifieke – en vaak ook nationale – aard van deze kwetsbaarheden is in de muntunie in de huidige lagerenteomgeving niet enkel een belangrijke rol weggelegd voor het macroprudentieel beleid, maar vooral ook voor een nationale component ervan. De tenuitvoerlegging van het macroprudentieel beleid in België, waarmee de Bank is belast, wordt verderop toegelicht.

16. Houdt het monetair beleid de rente toch niet kunstmatig laag – of zelfs té laag? Historisch beschouwd, is de huidige lagerenteomgeving immers zeer uitzonderlijk: eind 2015 was het rendement op Belgisch overheidspapier negatief voor alle looptijden tot vier jaar en in Duitsland was dat zelfs het geval voor looptijden tot vijf jaar. Uit een meer normatief oogpunt waarbij rekening wordt gehouden met het onevenwicht tussen sparen en investeren en met de daarmee gepaard gaande economische malaise en desinflatie – beide ook van een uitzonderlijke omvang in het eurogebied –, hoeft het huidige rentepeil evenwel niet te verwonderen. Die onderliggende economische determinanten rechtvaardigen op dit ogenblik een bijzonder lage rentestand. Aan het werk daarbij zijn zowel meer seculaire krachten, zoals het lage groeipotentieel van het eurogebied, als cyclische factoren, die te maken hebben met het verwerken van de gevolgen van de financiële en schuldencrisis – een verwerkingsproces dat werd bemoeilijkt door een onvolkomen institutionele architectuur van de muntunie en de financiële fragmentatie die er tijdens de crisis uit voortvloeide. De interactie tussen de zwakke perspectieven voor de toekomst en de erfenis van het verleden heeft een impact op de bestedingsbeslissingen van vandaag en hindert bij uitstek de bedrijfsinvesteringen. De dynamiek van deze laatste blijft sinds 2012 achter bij wat op grond van hun gebruikelijk cyclisch profiel mag worden verwacht, wat op zijn beurt implicaties heeft voor het toekomstig productiepotentieel. Om uit die patstelling te geraken, is monetairbeleidsaccommodatie op zich onvoldoende, doch wel strikt noodzakelijk. Ze stimuleert immers de vraag, voorkomt verdere desinflatie en draagt er aldus ook toe bij dat de inflatiecomponent in de nominale rente op peil blijft. Om het monetair beleid effectiever te maken en de groei – en in zijn zog ook de rente – structureel te stimuleren, moeten echter ook tal van andere hefboomen in werking worden gesteld. Het gaat daarbij om het vlot trekken van de financiering van de economie, het voeren van een op stabiliteit gericht en groeivriendelijk budgettair beleid, het verhogen van het groeipotentieel en de voltooiing van de institutionele architectuur van het eurogebied. Het succes waarmee die hefboomen worden ingeschakeld, zal bepalend zijn voor de mate waarin, en het ogenblik waarop, de rente zal worden genormaliseerd.
17. Dat de niet-financiële private sector nog steeds de gevolgen van een hoge schuldgraad ondervindt, is een van de factoren die het elan van het herstel afremt. In de Verenigde Staten is de schuldfbouw verder gevorderd omdat hij niet alleen voordeel haalde uit een snellere nominale groei, maar ook gestimuleerd werd door schuldafschrijvingen. Ook de balansen van de banken – in het eurogebied de voornaamste bron van financiering – werden door de crisis sterk verzwakt. Inmiddels is ter zake veel vooruitgang geboekt, niet het minst dankzij de herkapitalisering naar aanleiding van het comprehensive assessment dat voorafging aan de overgang, in november 2014, op het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (GTM) en de geleidelijke implementatie van het strengere Bazel III-raamwerk voor de Europese banken, zoals vastgelegd in de Europese wetgeving. Dit alles heeft er, in combinatie met de monetairbeleidsaccommodatie, toe bijgedragen dat het bancaire kredietkanaal opnieuw vlotter functioneert. Toch komen op de balansen van de banken nog problemleningen voor, vooral in de landen die het zwaarst door de crisis werden getroffen. De factoren die een efficiëntere afwikkeling ervan verhinderen, bijvoorbeeld in het domein van de faillissementswetgeving, moeten worden weggewerkt. Op die manier kan de schuldgraad sneller dalen, zonder dat zulks aanleiding geeft tot excessief sparen, en ontstaat er ruimte om nieuwe kredieten te verstrekken ter financiering van investeringsprojecten die het groeipotentieel zullen ondersteunen. De Europese Commissie heeft in september 2015 overigens een grootschalig

project tot eenmaking van de kapitaalmarkten in de EU gelanceerd dat erop gericht is de financiering van de economie te diversifiëren en aldus nieuwe financieringsbronnen aan te boren. Ook al is de kapitaalmarktenunie een project op middellange termijn, op kortere termijn wordt reeds ingezet op het herlanceren van hoogwaardige effectisering en op het vergemakkelijken van langetermijninvesteringen in infrastructuur. Snelle vooruitgang ter zake is van cruciaal belang om het herstel te ondersteunen. Daarbij moet er evenwel voor worden gezorgd dat de overgang naar meer marktfinanciering niet leidt tot grotere risico's voor de financiële stabiliteit.

18. In het eurogebied viel de impact van de schuldafbouw in de private sector zogoed als samen met de forse begrotingsconsolidatie die de overheidsschuldencrisis met zich bracht, terwijl er in andere geavanceerde economieën meer marge was voor een sequentiële afbouw van de schuldehboom in respectievelijk de private en de overheidssector. Die factor heeft het herstel bemoeilijkt, ook al was de begrotingskoers in 2015 niet langer restrictief. De verkleining van het overheidstekort in het eurogebied van 2,6 % in 2014 naar 2 % is immers integraal toe te schrijven aan een cyclische verbetering en aan de vermindering van de rentelasten. Daardoor liep ook de overheidsschuld voor het eerst terug, namelijk van 94,5 % tot 94 % bbp. Toch is er weinig ruimte om de vraag te ondersteunen aan de hand van het budgettaire beleid. Ofschoon de meeste landen niet langer kampen met een buitensporig tekort van meer dan 3 % bbp, zijn er heel wat onder hen die nog ver verwijderd zijn van hun middellangetermijndoelstelling in het preventieve onderdeel van het Stabiliteits- en groeipact. Het waarborgen van houdbare overheidsfinanciën blijft cruciaal om de budgettaire kosten van de vergrijzing op te vangen en buffers voor de toekomst aan te leggen. Meer vertrouwen in de overheidsfinanciën is op zijn beurt bevorderlijk voor de consumptie en de investeringen in de private sector. Aangezien het Pact sterk op de middellange termijn is gericht, biedt de toepassing ervan ruimte voor flexibiliteit. In januari 2015 lichtte de Europese Commissie toe hoe ze die flexibiliteit optimaal wil benutten ten behoeve van een groeivriendelijk begrotingsbeleid dat structurele hervormingen aanmoedigt – die aan de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn ten goede komen – en dat aanzet tot investeren, meer specifiek in de context van het nieuw Europees Fonds voor strategische investeringen. Bovendien heeft de Europese Commissie in het najaar, bij de bespreking van de ontwerpbegrotingen voor 2016, te kennen gegeven dat zij de extra kosten verbonden aan de vluchtelingencrisis als een uitzonderlijke factor zal beschouwen. Voorts kan het begrotingsbeleid de groei ook in de hand werken door de uitgaven te oriënteren naar investeringen of de lasten op arbeid te verlagen en te verschuiven naar heffingsbronnen die minder schadelijk zijn voor de werkgelegenheid.
19. Om het herstel duurzaam te maken, zijn ook hervormingen vereist die de aanbodzijde van de economie versterken. Die hervormingen ondersteunen in de eerste plaats het groeipotentieel via een ruimere en efficiëntere inzet van de productiefactoren. Dat is nodig vermits de potentiële groei in het eurogebied amper 1 % bedraagt, tegen 2 % in de Verenigde Staten. Terzelfder tijd werken dergelijke hervormingen een effectievere vraagondersteuning in de hand. Gunstiger toekomstperspectieven verkorten immers het moeizame proces van schuldafbouw, creëren meer bestedingsmogelijkheden en zetten aan tot investeren. Katalysator daarbij is een versterking van het vertrouwen. De hervormingen moeten dan ook absoluut geloofwaardig zijn. Ze vergroten eveneens het aanpassingsvermogen van de economie zodat, via een vlottere reallocatie van middelen, de vraag naar de juiste sectoren wordt gekanaliseerd en de werkgelegenheid sneller op de toename van de vraag kan reageren. Dat vermindert het risico dat de huidige – onaantvaardbaar hoge – werkloosheid, die aanvankelijk cyclisch van aard was, verwordt tot structurele werkloosheid. In de monetaire unie, waar de economieën niet langer een eigen monetair of wisselkoersbeleid voeren, is het bovendien van cruciaal belang dat het aanpassingsvermogen wordt vergroot zodat asymmetrische schokken kunnen worden opgevangen. Hervormingen blijken ook te werken. Een aantal zwaar door de crisis getroffen landen die hebben hervormd, bijvoorbeeld Ierland of Spanje, laten vandaag weer sterke groeicijfers optekenen.

20. Bovendien moet werk worden gemaakt van de voltooiing van de Economische en Monetaire Unie (EMU), een proces waarvan de contouren in juni 2015 werden vastgelegd in een verslag van de voorzitter van de Europese Commissie. Dat verslag kwam tot stand in nauwe samenwerking met de voorzitters van de Europese Raad, de Eurogroep, de Europese Centrale Bank en het Europees Parlement. De muntunie moet steviger worden onderbouwd opdat ze, via het efficiënter functioneren van de economieën die er deel van uitmaken, zelf performanter en stabielere zou worden en de hoge verwachtingen alsnog kan inlossen. Te dien einde moet, na de bijstellingen van de constructie die sinds het uitbreken van de crisis reeds ten uitvoer zijn gelegd in het vlak van, met name, de economische governance en de bankunie, nieuwe kwalitatieve vooruitgang worden geboekt. Die moet ervoor zorgen dat de deelnemende landen permanent beter af zijn in de unie dan erbuiten, ook al hebben ze het eigen monetair beleid als aanpassingsinstrument opgegeven. Daartoe moet meer verantwoordelijkheid gekoppeld worden aan meer solidariteit. Mechanismen van risicobeheersing, maar ook van risicodeling, zijn voorhanden in alle goed functionerende monetaire unies, maar in de EMU zijn ze onvoldoende ontwikkeld. Enkel door de institutionele architectuur van de EMU te verstevigen, kan de twijfel over de onomkeerbaarheid van de euro definitief worden weggenomen. Zolang die twijfel blijft bestaan, wat duidelijk het geval was in het heetst van de crisis tijdens de zomer van 2012 of naar aanleiding van de moeilijkheden in Griekenland in 2015, bestaat het risico dat de eenheidsmunt afglijdt naar een stelsel van vaste – maar vroeg of laat aanpasbare – wisselkoersen. De onvolledige architectuur van de muntunie is een van de redenen waarom de crisis in het eurogebied zo'n diepe wonden heeft geslagen.
21. Om te beginnen, is de EMU in onvoldoende mate een economische unie. Een meer gecoördineerd en democratisch gelegitimeerd proces van economische governance moet landen aanzetten tot, en helpen bij, het voeren van een gepast macro-economisch beleid dat beoogt meer welvaart te brengen, crisissen te voorkomen en zich op nationaal niveau van voldoende aanpassingsmechanismen en buffers te voorzien om schokken te kunnen opvangen. Tevens moet meer aandacht worden besteed aan de onderlinge afhankelijkheid tussen de lidstaten. Daartoe heeft de Europese Commissie in oktober 2015 voorgesteld het Europees Semester bij te stellen opdat de ontwikkelingen op het niveau van de muntunie in haar geheel en ook de werkgelegenheid en de sociale implicaties van het gevoerde beleid meer belangstelling zouden krijgen. Bovendien werd de oprichting aanbevolen van een stelsel van nationale raden voor het concurrentievermogen en wordt momenteel een onafhankelijke Europese Budgettaire Raad op touw gezet. Deze laatste zal een adviesfunctie hebben, niet enkel inzake de toepassing van het budgettaire governancekader van de EU, maar ook wat de formulering betreft van een gepast begrotingsbeleid op het niveau van het eurogebied als geheel.
22. Ongeacht hoe degelijk de economische governance ook is, vroeg of laat zullen landen in de muntunie toch worden getroffen door asymmetrische schokken die niet kunnen worden opgevangen door de – met name op budgettaire vlak – nationaal opgebouwde buffers. Er is derhalve ook behoefte aan meer mechanismen van risicodeling. Een dergelijke risicodeling kan, door een adequate financiële integratie, via de private sector worden bewerkstelligd, maar op termijn zou ze bij voorkeur ook worden ondersteund door een risicodeling via gemeenschappelijke last-resort vangnetten voor het financieel systeem en, in een later stadium, de ontwikkeling van een budgettaire stabilisatiefunctie. De financiële unie en de budgettaire unie zijn dan ook, naast de economische unie, twee essentiële pijlers voor een vlot functionerende muntunie. De ambitieuze opzet om de EMU te voltooien, kan alleen dan worden verwezenlijkt als hij democratisch voldoende wordt ondersteund en kan rekenen op een volwaardige politieke unie die het sluitstuk zal moeten vormen van de hervormingsagenda.
23. Een financiële unie is in de eerste plaats van onmiddellijk belang voor de integriteit van de eenheidsmunt. Zo hebben de gebeurtenissen in Griekenland duidelijk gemaakt dat het in de problemen raken van een – nog steeds té nationaal gebleven – banksector een factor is die tot een exitdynamiek kan leiden. Een financiële unie kan bovendien bijdragen tot risicospreiding



in de private sector. Tijdens de periode vóór de crisis had de financiële integratie vooral de vorm aangenomen van kortlopend interbancair krediet, terwijl retailbankieren sterk gericht bleef op de eigen nationale economieën. Die constellatie leidde tijdens de crisis geenszins tot risicodeling, wel integendeel. Toen de interbancaire markt opdroogde, fragmenteerde het financieel stelsel langs de nationale grenzen omdat banken op hun eigen overheid waren aangewezen en er tussen de beide sectoren een helse neerwaartse spiraal op gang kwam. Daarom is ook uit dit oogpunt de lancering van het project voor de kapitaalmarktunie van cruciaal belang. Dat project kan er immers toe bijdragen dat de economieën van het eurogebied minder via bancaire intermediaatie worden gefinancierd, maar eerder via financiële producten die meer aanleiding geven tot effectieve private risicodeling. Daarnaast moet de bankenunie – een project dat eind 2012 werd gelanceerd en in november 2014 van start ging met de overgang op het GTM – worden voltooid.

24. De reglementering van en het toezicht op de kredietinstellingen zijn inmiddels weliswaar sterk gestandaardiseerd, maar om een volwaardige bankenunie te realiseren, moeten nog twee andere elementen worden afgerond. Het eerste daarvan, namelijk de instelling van een Gemeenschappelijk Afwikkelingsmechanisme, is grotendeels gerealiseerd door de inwerkingtreding van, voor het eurogebied, de Gemeenschappelijke Afwikkelingsraad en, voor België, het Afwikkelingscollege dat bij wet ondergebracht is in de Bank. Parallel met het uitwerken van de eerste afwikkelingsplannen, heeft de Europese Bankautoriteit (EBA) de bakens uitgezet om een minimale vereiste op te leggen inzake eigen middelen of andere verplichtingen die, ingeval een bank zwaar in de problemen raakt, in aanmerking komen voor een interne redding. Zo wordt, conform de Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD), in eerste instantie geopteerd voor een model van risicodeling in de private sector. Om op die manier de kosten voor de belastingbetaler effectief te kunnen beperken, moet evenwel ook worden vermeden dat dit afwikkelingsmodel zou leiden tot nieuwe risico's voor de financiële stabiliteit. De intern beschikbare middelen zullen, indien nodig, kunnen worden aangevuld door een Gemeenschappelijk Afwikkelingsfonds dat zal worden opgebouwd door de geleidelijke samenvoeging van de nationale afwikkelingsfondsen tot wanneer, in 2024, het streefniveau wordt bereikt van ten minste 1% van het totale depositobedrag. Dat Gemeenschappelijk Afwikkelingsfonds is op 1 januari 2016 van start gegaan en kan, mochten alle andere middelen uitgeput raken, tot 2024 een beroep doen op een systeem van brugfinanciering door de lidstaten. Daarnaast moet nog worden voorzien in een gemeenschappelijke backstop zodra dat Fonds in 2024 volledig operationeel zal zijn.
25. De voltooiing van het tweede, nog ontbrekende, element van de bankenunie, namelijk de oprichting van een gezamenlijk depositogarantiestelsel, is daarentegen niet voor morgen. Eind 2015 heeft de Europese Commissie voorgesteld om op Europees niveau een depositogarantieregeling te treffen die zou steunen op een Europees Depositogarantiefonds, gestijfd door risicogewogen bijdragen van de banken en beheerd door de Gemeenschappelijke Afwikkelingsraad. De – stapsgewijze – overgang van de nationale stelsels naar het Europees stelsel zou beginnen met een herverzekeringsmechanisme, vervolgens berusten op medeverzekering en, tot slot, uitmonden in de integrale overname van de depositogarantie door het Europees stelsel. Een dergelijke risicodeling moet evenwel hand in hand gaan met een betere risicobeheersing. Daarom dienen ook mechanismen te worden uitgewerkt die de stabiliteit van het financieel systeem verder loskoppelen van de nationale overheidsfinanciën. Zowel op Europees als op internationaal niveau is daarom een reflectie gestart over de prudentiële behandeling van de vorderingen die kredietinstellingen op soevereine overheden aanhouden.
26. Het uitdiepingsproces van de EMU stuit op tal van hinderpalen en loopt nu en dan moeizaam, zoals blijkt uit de aarzelingen bij het finaliseren van de bankenunie. Een budgettaire en politieke unie tot stand brengen, is van nature nog complexer en op dit ogenblik ontbreekt het daartoe aan voldoende maatschappelijke ondersteuning. Het is dan ook onvermijdelijk dat

de EMU stapsgewijs zal moeten worden voltooid. Wil de muntunie echter zowel robuuster als performanter worden, dan is het – uit louter economisch oogpunt – duidelijk dat vroeg of laat de weg zal moeten worden gevolgd die in het rapport van de vijf voorzitters wordt uitgestippeld.

### 3. Het Belgisch financieel stelsel in de lagerenteomgeving

27. De herstructureringsmaatregelen die na de financiële crisis ten uitvoer werden gelegd, hebben het aanzien van de Belgische financiële sector grondig gewijzigd. De balansen zijn afgeslankt en de voornaamste excessen uit het verleden weggewerkt, waardoor de activiteiten geheroriënteerd zijn op de binnenlandse markt. Daardoor konden de kredietinstellingen hun solvabiliteit in 2015 herstellen en blijken geven van een goede rentabiliteit. De rentedaling zorgde voor ondersteuning van de vraag naar bankleningen, voor een verbetering van de situatie van de debiteuren – waardoor de kredietrisico's afnamen –, voor een versterking van de marktliquiditeit met lagere financieringskosten tot gevolg, en voor een waarde stijging van de obligaties, bron van kapitaalwinst voor banken en verzekeringsondernemingen.
28. Dit laatste effect, dat de afgelopen jaren sterk in het voordeel van de financiële instellingen heeft gespeeld, ebt echter weg naarmate de rentetarieven hun ondergrens naderen. Dat blijkt in eerste instantie uit de spanning op de intermediatiemarges, die de voornaamste inkomensbron van de financiële ondernemingen blijven. Zicht- en spaardeposito's botsen als gevolg van wettelijke of commerciële eisen op een bodemrente, terwijl de kredietrentes als gevolg van de concurrentie neerwaarts gericht blijven. Een en ander was wellicht het sterkst voelbaar op de hypotheekmarkt omdat tal van kredietnemers nieuwe goedkopere leningen aangingen om hun lopende leningen vervroegd te kunnen terugbetalen. De verplichte wederbeleggingsvergoeding op die herfinancieringsoperaties verschafte de banken weliswaar aanzienlijke – doch eenmalige – inkomsten, maar de lagere rente zal gedurende de hele looptijd van de nieuwe kredieten op de rentabiliteit wegen.
29. Ook de verzekeringsondernemingen staan voor een renterisico, vooral wat de levensverzekeringen betreft, aangezien de markttrentes zich momenteel ver onder de gewaarborgde rendementen voor tal van tijdens de afgelopen jaren gesloten contracten bevinden. Tot dusver kon dat verschil worden goedgehaakt door de meerwaarden die worden gerealiseerd op de in portefeuille gehouden effecten of door het rendement dat nog wordt ontvangen op oudere obligaties. De verzekeringsondernemingen moeten de winstuitkeringen aan hun verzekerden of aandeelhouders strikt beperken om te voorkomen dat een inkomensbron die onontbeerlijk is om de contractuele verplichtingen te kunnen blijven nakomen, zou opdrogen. Het is ook absoluut noodzakelijk dat de voor de nieuwe contracten geldende tarieven in overeenstemming worden gebracht met de heersende marktvoorwaarden. In dat kader heeft de Bank voorgesteld de maximale referentierente op de individuele levensverzekeringsovereenkomsten te verlagen van 3,75 % tot 1,5 %. In januari 2016 heeft de minister van Economie besloten die rente te verminderen tot 2 %. Het ontwerp van wet op het statuut van en het toezicht op de verzekerings- en herverzekeringsondernemingen integreert overigens een juridisch kader voor een reguliere procedure tot vaststelling van die referentierente. De Bank verwelkomt tevens het akkoord dat de sociale partners hebben gesloten tot herziening van de minimaal gewaarborgde rentetarieven die de werkgevers op hun pensioenplan moeten toekennen.
30. Om hun problemen inzake passivabeheer op te lossen, trachten de Belgische banken en verzekeringsondernemingen het rendement van hun activa te optimaliseren, hetzij door de looptijdverschillen tussen hun tegoeden en hun verplichtingen te vergroten, hetzij door meer kredietrisico's aan te gaan. De lessen uit het verleden zijn nog recent en de financiële instellingen blijven zeer voorzichtig in hun kredietverlening aan het buitenland. Het was veeleer op de binnenlandse markt en, vooral, op de residentiële vastgoedmarkt dat de kredieten bleven toenemen. In tegenstelling tot heel wat Europese landen heeft België geen vastgoedcrisis

doorgemaakt, maar de gestage prijsstijging is er pas zeer recentelijk gestopt. Terwijl de markt niet gemakkelijk kan worden beoordeeld op basis van indicatoren die soms tegengestelde signalen geven, moet de aandacht gaan naar het kredietbeleid van de banken, temeer daar de totale schuldgraad van de Belgische huishoudens, die traditioneel lager ligt dan die in de rest van het eurogebied, de afgelopen jaren fors is gestegen tot dicht in de buurt van het Europese gemiddelde. Bovendien maken een bepaald aantal hypotheekleningen zogoed als de totale waarde van de te financieren woning uit of sloppen de aan sommige leningen verbonden terugbetalingskosten een zorgwekkend groot deel van het inkomen van de debiteur op. Daarom heeft de Bank voorgesteld haar macroprudentiële beleidsmaatregel die voorziet in een forfaitaire verhoging – ten belope van 5 procentpunt – van de wegingscoëfficiënten voor risico's die de van interne modellen gebruik makende instellingen op de Belgische hypotheekleningen toepassen, met een jaar te verlengen. Ze blijft overigens de situatie op de vastgoedmarkt aandachtig volgen teneinde uit te maken of er al dan niet extra maatregelen moeten worden overwogen.

31. Een gerichte en geïndividualiseerde maatregel kreeg de voorkeur boven het opleggen van een uniforme minimale kapitaalvereiste – penaliserend voor de meest voorzichtige banken –, of nog, boven de algemene invoering van een zogeheten contracyclische buffer van eigen middelen – van toepassing op alle leningen –, wat op dit ogenblik niet te rechtvaardigen valt, gelet op de zwakke groei van de kredietverlening aan ondernemingen. Toch heeft de Bank het referentiekader gecreëerd om in de toekomst een dergelijk instrument eventueel te kunnen inzetten. Ze leeft aldus de Europese voorschriften na krachtens welke iedere lidstaat wordt verzocht zich met macroprudentiële middelen te beveiligen tegen systeemrisico's die het integraal financieel stelsel in het gedrang zouden kunnen brengen. Die instrumenten dienen niet enkel een conjunctureel doel, namelijk verhinderen dat de kredietverlening op hol slaat, wat zou leiden tot een buitensporige schuld en, vervolgens, tot een bruuske correctie van de activaprijzen. Ze kunnen eveneens worden ingezet voor meer structurele doeleinden teneinde de eventuele besmettingsrisico's te beperken van té sterk bij een beperkt aantal grote instellingen geconcentreerde financiële operaties. Uit dat oogpunt heeft de Bank begin 2016 systeemkritische instellingen verplicht een buffer met eigen middelen aan te leggen overeenkomstig de richtlijnen van de EBA. Conform deze methodologie beschouwt de Bank acht Belgische banken als binnenlandse systeeminstellingen. Voor vier onder hen – BNP Paribas Fortis, KBC Group, ING België en Belfius Bank – worden de kapitaalvereisten verhoogd met 1,5 % van de risicogewogen activa, terwijl de vier andere – AXA Bank Europe, Argenta, Euroclear en The Bank of New-York Mellon – een extra kapitaalbuffer van 0,75 % moeten aanleggen. Die buffers zullen over een periode van drie jaar gefaseerd worden ingevoerd. Deze diverse maatregelen werden geïmplementeerd in nauwe samenspraak met de ECB die, sedert de inwerkingtreding van het GTM, de macroprudentiële bevoegdheden deelt met de nationale autoriteiten, waarbij de ECB de nationale bepalingen wel mag versterken, maar niet afzwakken.
32. Microprudentieel beschouwd, daarentegen, speelt de ECB inmiddels een beslissende rol aangezien ze, sedert de inwerkingtreding van het GTM in november 2014, rechtstreeks belast is met het toezicht op de belangrijkste kredietinstellingen uit het eurogebied. Tijdens het eerste levensjaar van het nieuwe systeem stelde de ECB zich tot taak de uitvoeringsbepalingen van het banktoezicht tussen de verschillende landen van het eurogebied te uniformiseren. Dat had betrekking op twee belangrijke domeinen. Het eerste betreft de toepassing van de tweede pijler van de Bazel-akkoorden, die een gestructureerde dialoog organiseert tussen de banktoezichthouders en de financiële instellingen die door hen worden gecontroleerd. De ECB heeft de ramingen van de individuele banken inzake de behoeften aan eigen middelen herzien teneinde ze te toetsen aan haar eigen risicoanalyses en er de verhoogde kapitaalvereisten uit af te leiden waaraan die banken in 2016 bovenop de minimale eigenvermogensvereisten moeten voldoen. Het tweede domein is dat van de behandeling van de discretionaire beoordelingsopties en -marges waarover de nationale autoriteiten beschikken in de tenuitvoerlegging van de Europese wetgeving met betrekking tot de activiteiten, het toezicht en de prudentiële verplichtingen van

de kredietinstellingen. Aangezien die nationale bewegingsvrijheid er soms kan voor zorgen dat er tussen de diverse banken grote verschillen inzake eigenvermogensvereisten ontstaan, heeft de ECB geprobeerd het aanwenden ervan te harmoniseren en tegelijkertijd bepaalde opties open te houden. Voor de bankgroepen die verzekeringsactiviteiten uitoefenen, blijft de ECB aldus toestaan dat de participaties van die banken in de verzekeringsondernemingen niet worden afgetrokken van de eigen middelen, terwijl ze, wat de bankfilialen van grote buitenlandse groepen betreft, een zekere marge vrijhoudt inzake de criteria die deze filialen moeten naleven om te voldoen aan de liquiditeitsratio's op korte termijn en aan de beperkingen van de risicoconcentratie voor de intragroepsblootstellingen.

33. Ook in de andere segmenten van de financiële activiteit werd de regelgeving verder aangepast. Voor de verzekeringen heeft het wetsontwerp inzake het statuut van en het toezicht op de verzekerings- en herverzekeringsondernemingen de aan het begin van het jaar van kracht geworden belangrijke richtlijn 'Solvabiliteit II' omgezet in Belgisch recht. Dat gewijzigde referentiesysteem zal voor de sector ingrijpende gevolgen hebben vermits de kapitaalvereisten voortaan moeten worden berekend op basis van de gezamenlijke risico's verbonden aan zowel activa als passiva, in het bijzonder voor de voorzieningen die moeten worden gewaardeerd met verwijzing naar de marktrentes. Ter voorbereiding van de vankrachtwording van de nieuwe richtlijn, heeft de Bank in 2015 onderzocht in welke mate de kwalitatieve normen inzake bedrijfsgovernance worden nageleefd en hoe betrouwbaar de financiële en boekhoudkundige gegevens zijn die de verzekeringsondernemingen moeten meedelen opdat de prudentiële autoriteiten zouden kunnen nagaan of aan de nieuwe vereisten wordt voldaan. De Bank heeft tevens de aanvraagdossiers behandeld van de verzekeringsondernemingen die gebruik willen maken van een intern model om hun reglementair eigen vermogen krachtens Solvabiliteit II te bepalen en ze heeft nagegaan of de technische voorzieningen die in het nieuwe systeem van toepassing zijn, al dan niet gepast blijken. Voor een aantal grote ondernemingen heeft ze daartoe een beroep gedaan op externe actuarissen. Deze diverse analyses hebben aangetoond dat de sector in zijn geheel klaar is voor de inwerkingtreding van Solvabiliteit II, hoewel de ondernemingen zeker niet allemaal in dezelfde mate voorbereid zijn en de veiligheidsmarges ten opzichte van de minimale eigenvermogensvereisten onderling sterk kunnen verschillen.
34. Wat de financiële infrastructuur betreft, bleef men getuige van een geleidelijke overgang van een toezichtstelsel gebaseerd op de naleving van algemene principes en op de uitoefening van morele druk naar een strikter kader waar dwingende regels aan verbonden zijn. Dat geldt vooral voor de toepassing van het nieuw Europees reglement voor de centrale effectenbewaarinstanties dat de Europese prudentiële autoriteiten opdracht geeft technische normen uit te werken die aan de EC moeten worden voorgelegd. Een niet alleen voor de financiële infrastructuur bijzonder belangrijke materie is de cyberveiligheid. De informatisering en het toenemende beroep op bedieningsplatforms, beschikbaar op het internet, maken de financiële instellingen uitermate kwetsbaar voor externe indringing, vooral in het domein van de netwerk-georganiseerde financiële activiteiten. In december publiceerde de Bank een rondschrijven waarin de aanvullende prudentiële verwachtingen worden toegelicht ter zake van de operationele continuïteit en veiligheid van de systeemkritische financiële instellingen. Die circulaire sluit aan bij het uitwerken, door de internationale organisaties, van maatregelen die moeten beschermen tegen cyberbissico's. In een verwant domein hebben het Europees Parlement en de Europese Raad in 2015 de richtlijn goedgekeurd tegen het gebruik van het financieel stelsel om geld wit te wassen of terrorisme te financieren. Die nieuwe normen zullen in de loop van de komende maanden worden omgezet in de Belgische wetgeving. Zodoende zal ons land de aanbevelingen volgen die de financiële actiegroep (FAG) in 2015 heeft geformuleerd in zijn vierde evaluatieverslag over de acties die België heeft ondernomen in het kader van de strijd tegen het wiswassen van geld en het financieren van terrorisme.
35. De talrijke maatregelen die de afgelopen jaren ten uitvoer zijn gelegd, bevestigen het voornemen om, op basis van de lessen uit de crisis, het kader voor de prudentiële regelgeving

en het prudentieel toezicht te hervormen. Het zijn echter niet alleen de toezichthouders die hun activiteiten moeten herorganiseren. Ook de financiële instellingen dienen hun bedrijfsmodel te heroverwegen, vooral onder druk van de technologische ontwikkelingen die de toegang tot de financiële diensten wijzigen. Dat kan in eerste instantie gebeuren via een vermindering van de werkingskosten in het kader van de kleinere activiteitsperimeter, door een aanpassing van de tarifiering en de hiërarchie van de debet- en creditrentes teneinde deze beter te laten sporen met de kosten van de diverse diensten en producten, alsook door veranderingen in de wijze waarop producten worden ontworpen. De financiële instellingen moeten de aanzienlijke inspanningen die ze ter zake reeds hebben geleverd, voortzetten. Tegen een economische achtergrond van zowel vertraagde groei als sterk verlaagde rendementen, betekenen die inspanningen niet dat er geen behoefte zou zijn aan een meer fundamentele reflectie over de impact die de wijzigingen in de regelgeving en de technologische ontwikkelingen zouden kunnen hebben op de toekomstige ontwikkeling van de financiële sector.

36. Aangezien het GTM de financiële integratie in het eurogebied in de hand werkt, zal de Belgische markt er sterk door worden beïnvloed. Het harmoniseren van de toezichtprocedures zou bevorderlijk kunnen zijn voor de vorming van grensoverschrijdende groepen, de respectievelijk aan de moeder- en dochtermaatschappijen opgelegde eisen zouden kunnen worden heroverwogen, terwijl de strategische keuzen van de grote Belgische banken voortaan rechtstreeks door de ECB zullen worden bekeken. Die banken zullen de voordelen van hun grote strategische oriëntaties duidelijk moeten toelichten, vooral wanneer ze afwijken van de in de rest van het eurogebied gebruikelijke structuren, zoals het geval is voor het Belgisch model van de bankverzekeraar.
37. Een ander reeds vermeld initiatief dat de concurrentievoorwaarden tussen financiële instellingen kan beïnvloeden, is het in september 2015 door de EC gelanceerd actieplan voor de kapitaalmarktenunie. Het is immers de bedoeling om, naast bankfinanciering, andere financieringsbronnen aan te boren, met name door het relanceren van een kwaliteitsmarkt voor effectisering, door het voor de verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen gemakkelijker te maken om op lange termijn te investeren in infrastructuur, of nog, door het lanceren van consultaties over de risicokapitaalfondsen en de geëffectiseerde obligaties. Deze alternatieve financieringskanalen zullen, meer bepaald via de in mei 2015 krachtens een verordening van de Europese Commissie opgerichte nieuwe Europese langetermijninvesteringfondsen (ELTI), de Belgische financiële instellingen kunnen helpen hun cliënteel beleggingsopportunities te bieden die renderender zijn dan de klassieke bankproducten. De banken benutten reeds verscheidene jaren de via adviezen in vermogensbeheer tot stand gekomen synergieën met de beleggingsfondsen, dit teneinde commissielonen te genereren ter aanvulling van de renteopbrengsten. Die banden met niet-kredietinstellingen hebben de neiging om toe te nemen zodat er een parallelle banksector kan ontstaan. De diversifiëring van de financiële circuits is een goede zaak omdat ze ervoor zorgt dat de Belgische en Europese ondernemingen niet uitsluitend van bankfinanciering afhankelijk zijn: er moet evenwel voor worden gewaakt dat het beroep op die parallelle organen de gelegenheid zou bieden om het prudentieel toezicht en de verplichting tot markttransparantie te omzeilen.
38. De belangrijkste uitdaging waarmee de financiële instellingen de komende jaren dreigen te worden geconfronteerd, is de verspreiding van IT-innovaties. Nieuwe actoren, gespecialiseerd in het ontwikkelen en toepassen van digitale technologieën, zullen trachten door te dringen op de financiële markt, meer bepaald in de domeinen van betalingsdiensten of kredietplatforms en van de participatieve financieringen. De traditionele financiële instellingen zullen hun bedrijfsmodellen moeten herzien, daarbij gebruik makend van geïntegreerde dataplatforms om de thans door de klanten verwachte snelle en soepele dienstverlening te kunnen realiseren. Verwacht wordt dat financiële instellingen zullen moeten afstappen van de diverse in silo's georganiseerde activiteiten, waarbij het onderscheid tussen de dienstverlening aan ondernemings- of particuliere klanten zal vervagen, en dat ze integendeel zullen moeten

focussen op een geïntegreerde aanpak. Er ontstaan nieuwe bedrijfsmodellen die traditionele bankactiviteiten anders gaan aanbieden, bijvoorbeeld door gebruik te maken van zeer omvangrijke databanken, of door het transactieproces volledig te herdenken. De mate waarin de traditionele financiële instellingen zelf de verwachte ingrijpende veranderingen in het vlak van IT kunnen sturen en invoeren, zullen bepalen of zijzelf dan wel nieuwe actoren de financiële dienstverlening in de toekomst zullen domineren. Ze moeten daarbij ook aandacht hebben voor de moduleerbaarheid van hun diensten, de kostenefficiëntie en de klantvriendelijkheid van IT-innovaties in de financiële dienstverlening.

39. De autoriteiten beseffen dat ze een begeleidende functie hebben bij de transformatie van de sector. De minister van Financiën heeft in 2015 dan ook een groep vooraanstaande deskundigen samengesteld om na te denken over de toekomst van het financieel stelsel in België. Aangezien de meest aantrekkelijke financiële centra kennelijk die zijn welke functioneren binnen een stabiel en voorspelbaar wettelijk, fiscaal en regelgevend kader en gedijen op een vruchtbare bodem van kennis en competenties, hebben de experts een reeks aanbevelingen geformuleerd teneinde de Belgische financiële markt weerbaarder en concurrerender te maken. Wat de follow-up van dat verslag betreft, is de Bank bereid samen te werken met de minister van Financiën voor de materies die binnen haar bevoegdheid vallen. Ze verwelkomt de beslissing van de deskundigen om geen maatregelen en fiscale stimuli voor te stellen die in de huidige begrotingssituatie irrealistisch zouden zijn en alleen maar scheeftrekkingen zouden veroorzaken in het verzamelen en alloceren van het financiële sparen. In die lijn steunt ze ook het idee om de belasting op inkomens uit roerend vermogen te vereenvoudigen teneinde ze neutraler te maken. De voornaamste bijdrage van de overheid aan de goede werking van het financieel stelsel moet erin bestaan een algehele omgeving te vrijwaren die bevorderlijk is voor de ontwikkeling van een soepele en concurrentiekrachtige economie, waarin het financieel stelsel tegelijkertijd profijt trekt van de economische expansie en bijdraagt aan de ondersteuning van de groei.

#### 4. De Belgische economie : groeiobstakels worden uit de weg geruimd

40. In het kielzog van de opleving in het eurogebied bleef ook de Belgische economie zich geleidelijk herstellen. De inspanningen ter bevordering van de concurrentiekracht en de werkgelegenheid sorteren reeds deels hun effect, maar zouden ook de komende jaren nog vruchten moeten afwerpen. Ook voor het op termijn houdbaar houden van de overheidsfinanciën werden belangrijke maatregelen genomen, maar in 2015 werd slechts zeer geringe vooruitgang geboekt in de begrotingsconsolidatie.
41. De Belgische economie weet zich voor aanzienlijke structurele uitdagingen geplaatst. Die bestonden reeds vóór de crisis en hadden te maken met de toenemende mondialisering, de klimaatverandering, de impact van de snelle technologische ontwikkelingen en de kosten van de vergrijzing. De crisis liet op haar beurt sporen achter zodat de omgeving waarin die uitdagingen moeten worden aangepaan, verslechterd is. De overheidsschuld, bijvoorbeeld, is in acht jaar tijd met nagenoeg 20 procentpunt bbp opgelopen, van 86,9 % in 2007 tot 106,5 % in 2015, al heeft daarbij ook de overgang op het nieuw Europees Systeem van Rekeningen (ESR 2010) een zekere rol gespeeld. Ook de werkgelegenheid leed onder de crisis, zij het minder dan in het eurogebied. Tussen 2007 en 2015 liep de werkgelegenheidsgraad terug van 67,7 % tot 67,2 %. Veeleer dan te convergeren naar, verwijderde hij zich zodoende van de doelstelling om tegen 2020 op 73,2 % uit te komen. De werkloosheidsgraad steeg tijdens diezelfde periode van 7,5 % tot 8,4 %. Vooral de nieuwkomers op de arbeidsmarkt en de laaggeschoolden hadden het tijdens de crisisjaren zwaar te verduren, wat de sociale cohesie op de proef stelt. Een en ander heeft te maken met het feit dat de economische bedrijvigheid inmiddels bijna 10 % lager ligt dan wat te verwachten viel op grond van de trends die vóór de crisis werden

opgetekend. Hoe langer de nasleep van de crisis doorwerkt, hoe groter het risico wordt dat dit verlies permanent is. Zo kunnen de hoge werkloosheid en de lage investeringen, ook al zijn ze initieel cyclisch van aard, het productiepotentieel aantasten omdat er voor de arbeidsmarkt talent verloren dreigt te gaan en de kapitaalvoorraad onvoldoende wordt uitgebouwd. Net als voor het eurogebied in zijn geheel geldt ook voor de Belgische economie dat remediëring niet enkel op een accommoderend monetair beleid kan berusten; dit laatste heeft overigens ook in België de groei ondersteund. Andere hefboomen moeten daartoe worden ingezet.

42. Sinds 2011 zijn reeds verscheidene maatregelen genomen om, enerzijds, de weerslag van de crisis in te dijken en, anderzijds, de structurele zwakheden van de Belgische economie aan te pakken. Arbeidsmarkthervorming, loopbaanverlenging, herstel van het concurrentievermogen, verlaging van de lasten op arbeid en nastreving van gezonde overheidsfinanciën zonder daarbij het herstel te fnuiken, zijn de speerpunten van dat hervormingsbeleid. In 2015 werden belangrijke nieuwe stappen gezet. Hoofddoelstelling daarbij is het scheppen van banen – vooral in de private sector vermits de werkgelegenheidscreatie tot dusver sterk geconcentreerd is geweest bij de overheid of in overheidsgesubsidieerde bedrijfstakken. De bedoeling is niet enkel een solide basis te leggen voor de economische bedrijvigheid, maar ook voor gezonde overheidsfinanciën en voor het betaalbaar houden van het Belgisch sociaal model. Samen met het opnieuw aantrekken van de bedrijvigheid in het eurogebied, hadden sommige maatregelen in 2015 een tastbare impact op diverse economische ontwikkelingen. Voor andere geldt dat minder omdat ze ofwel vooral op langere termijn effect sorteren – zoals in het geval van de pensioenhervorming –, ofwel stapsgewijs ten uitvoer zullen worden gelegd – bijvoorbeeld voor de taxshift.

### De beleidsvoering had in 2015 een impact op diverse economische ontwikkelingen

43. De economische bedrijvigheid groeide met 1,4 %, of 0,1 procentpunt meer dan in 2014. Net als in het eurogebied werd die groei geschraagd door het gunstige effect van de monetairbeleidsversoepeling op de financieringsvoorwaarden, door de depreciatie van de euro en door de prijsdaling voor grondstoffen. Deze laatste drukte de kosten van de bedrijven en ondersteunde fors de koopkracht van de huishoudens. Bovendien was de opleving in het eurogebied zelf ook een factor die het herstel in België in de hand werkte. De impulsen van binnenlandse oorsprong, van hun kant, waren meer diffuus. Het is immers niet denkbeeldig dat zowel de beheersing van de overheidsuitgaven als de voortzetting van de loonmatiging de binnenlandse vraag initieel heeft afgeremd vooraleer via concurrentiewinst en banencreatie de groei te zullen ondersteunen. Dat zou een van de verklaringen kunnen zijn waarom de groei in België voor het eerst sinds de crisis enigszins lager uitkwam dan in het eurogebied. Toch zijn er ook aanwijzingen dat het gevoerde beleid positieve effecten begint te sorteren.
44. In 2015 liepen de primaire overheidsuitgaven – dat zijn de overheidsuitgaven ongerekend de rentelasten op de overheidsschuld – in reële termen licht terug, nadat hun groeitempo in 2012-2014 reeds was vertraagd. Ten grondslag aan de daling in 2015 lag vooral de indexesprong, naast de inkrimping van de werkgelegenheid in de overheidssector en het terugdringen van bepaalde werkingskosten en subsidies. De indexesprong zette immers een rem op het groeitempo van de lonen en wedden van het overheidspersoneel alsook op dat van de sociale uitkeringen. Al met al verkleinde het aandeel van de primaire uitgaven in het bbp voor het tweede jaar op rij, van 52 % in 2014 tot 51,2 %.
45. De ontvangstenratio zou een identieke daling vertonen, namelijk van 52 tot 51,2 %. Die daling vloeide deels voort uit de impact van de loonmatiging op de heffingen op arbeidsinkomens en uit de reeds toegepaste eerste schijf van de taxshift. Wat deze laatste betreft, overschreed het totaal van de koopkrachtondersteunende initiatieven – onder meer de verhoging van de forfaitaire

aftrek voor beroepskosten – in 2015 immers de opbrengst van de verhogingen van de indirecte belastingen in het laatste kwartaal, namelijk de btw-verhoging op het elektriciteitsverbruik en de accijnsverhogingen voor diesel, tabak en alcoholische dranken. Daarnaast bleef echter ook de opbrengst van de vennootschapsbelasting, ondanks maatregelen om de belastbare basis uit te breiden, achter bij de verwachtingen, mogelijk als gevolg van een verschuiving van de vooruitbetalingen naar de inning via inkohieringen. Ook de btw-ontvangsten bleven onder de verwachtingen, gelet op de stijging van de terugbetalingen. Deze laatste twee ontwikkelingen aan de ontvangstenzijde dienen nauwgezet te worden gevolgd. Ze verklaren grotendeels waarom het overheidstekort per saldo met slechts 0,3 % verbeterde; dat stemt overeen met wat de verdere daling van de rentelasten opleverde. Het tekort kwam zodoende op 2,8 % bbp uit, terwijl in april, bij de indiening van het stabiliteitsprogramma, gemikt werd op een tekort van 2,5 % en er in oktober, bij de opstelling van de ontwerpbegroting, blijkbaar nog een tekort van 2,6 % haalbaar leek. Dat de overheidsschuld toch licht daalde, was uitsluitend toe te schrijven aan exogene factoren waarvan de voornaamste de terugbetaling was, door KBC, van de Vlaamse overheidssteun.

46. Daarnaast werd de loonmatiging in 2015 verder opgevoerd. Naast een nieuw verbod op het toekennen van reële conventionele loonstijgingen in de private sector, werd vanaf april 2015 het indexeringsmechanisme tijdelijk opgeschort. De stijging van de uurloonkosten bleef derhalve dalen van 0,7 % in 2014 tot 0,4 %, nadat ze in 2012 en 2013 nog respectievelijk 3,1 en 2,5 % had bedragen. Rekening houdend met de productiviteitswinsten daalden de loonkosten per eenheid product in de private sector zelfs voor het tweede jaar op rij; in 2015 was dat zelfs met 0,5 %.
47. Ondanks de dalende loonkosten en grondstoffenprijzen – deze laatste hadden vooral een impact op het prijsverloop voor energiedragers – versnelde de inflatie van –0,4 % eind 2014 tot 1,4 % eind 2015. Dat was voor een deel toe te schrijven aan de verhogingen van de indirecte belastingen die deel uitmaken van de taxshift, alsook aan prijsverhogingen die direct of indirect voortvloeiden uit de inspanningen die de diverse overheden leverden in het kader van de begrotingsconsolidatie. Al die factoren samen hadden op jaarbasis een inflatieverhogend effect van naar raming 0,5 procentpunt. Zelfs indien daar rekening mee wordt gehouden, zijn er aanwijzingen dat met name de diensteninflatie hardnekkig hoog blijft, mogelijk als gevolg van een ondermaats productiviteitsverloop, van indexeringspraktijken in de prijszetting of van margeverbreiding. Dat soort van prijsstijgingen vervroegt het door de indexesprong veroorzaakte koopkrachtverlies, net als het tijdstip waarop de indexering opnieuw van start zal gaan, wat de effectiviteit ervan vermindert. Indien die prijsstijgingen aanhouden, zullen ze bovendien ook op meer permanente wijze het concurrentievermogen hinderen, niet alleen omdat de geleverde diensten een intermediaire input zijn voor de aan concurrentie blootgestelde bedrijfstakken, maar ook omdat het prijsverloop ervan een impact heeft op de loonvorming.
48. Als gevolg van de loonmatiging werd de sedert 1996 ten opzichte van het gemiddelde van de drie buurlanden ontstane uurloonkostenkloof aanzienlijk kleiner. Volgens de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven liep ze terug van 4,1 % in 2013 tot 2,9 % in 2014 en verder tot 1,5 % in 2015. In 2016 zou het ecart inzake uurloonkosten zelfs licht negatief worden. Terwijl het uurloonkostenverloop in België al die tijd gematigder was dan in Nederland en Frankrijk, was ten opzichte van Duitsland een duidelijke loonhandicap ontstaan. Ook die begint te krimpen, niet alleen onder impuls van de loonmatiging in België, maar eveneens als gevolg van opnieuw hogere loonstijgingen in Duitsland. Ook de sedert 1996 geaccumuleerde loonkloof per eenheid product versmalde aanzienlijk, aangezien ze in de eerste drie kwartalen van 2015 terugliep tot 5,3 %, tegen nog bijna 10 % in 2013. Die handicap is toe te schrijven aan de marktdiensten, een domein waarin het productiviteitsverloop in België fors achterblijft bij dat in de buurlanden, terwijl het uurloonkostenverloop er ongeveer even hoog uitkomt. Voor 2016 is bij wet voorzien in de mogelijkheid tot nieuwe reële conventionele loonstijgingen op voorwaarde dat ze binnen de daartoe vastgelegde totale marge blijven van 0,5 % op de brutoloonsum



– de totale kosten voor de werkgever inclusief alle lasten – en een extra 0,3% van de loonsom in nettotermen – zonder supplementaire kosten voor de werkgever. In combinatie met de indexsprong zal dat voor een versnelde verbetering van het concurrentievermogen inzake kosten van de ondernemingen zorgen.

49. Ook uit het verloop van de economische bedrijvigheid en de werkgelegenheid blijkt dat het gevoerde beleid vruchten begint af te werpen, hoewel de cyclische opleving als gevolg van vooral externe factoren eveneens een belangrijke determinant is geweest. Zo had de uitvoer van goederen en diensten weliswaar te lijden onder de teruggang van de wereldhandel, maar werd er, net als in 2014, marktaandeelwinst geboekt. Zowel de depreciatie van de euro als de kostenbeheersing in België ligt daaraan ten grondslag. Bovendien ging de toestand op de arbeidsmarkt er flink op vooruit, zelfs tijdens de tweede helft van het jaar toen de groei enigszins haperde. De binnenlandse werkgelegenheid steeg met 37 500 eenheden; die verbetering was eveneens voelbaar voor de loontrekkenden in de conjunctuurgevoelige sectoren. Anders dan wat tot voor enkele jaren gebruikelijk was, bleef de werkgelegenheidscreatie door middel van dienstencheques beperkt en liep de werkgelegenheid in de overheidssector zelfs enigszins terug. Vanaf de maand mei begon de werkloosheidsgraad te dalen. Ook het aantal langdurig werklozen verminderde enigszins, al kan dat tot op zekere hoogte worden verklaard door het feit dat een deel van de werklozen die hun recht op een inschakelingsvergoeding hadden verloren, zich niet langer als werkzoekenden liet registreren. Sedert 1 januari 2012 is dat recht immers beperkt tot maximaal drie jaar en de gevolgen ervan deden zich voor het eerst gevoelen in januari 2015. Bovendien zijn er steeds meer aanwijzingen dat leeftijd minder als een drempel voor inactiviteit wordt beschouwd. Niet alleen moeten oudere werklozen zich als gevolg van de opeenvolgende hervormingen voortaan tot de leeftijd van 65 jaar beschikbaar houden voor de arbeidsmarkt, sinds medio 2014 loopt ook het aantal werklozen tussen 50 en 55 jaar terug. Ten slotte is de werkgelegenheidsgraad in de leeftijdscategorie ouder dan 55 jaar ook in 2015 blijven toenemen tot 43,8%, bijna 10 procentpunt meer dan in 2007, aan de vooravond van de crisis.
50. In 2015 was, na de daling van de grondstoffenprijzen, de toename van de werkgelegenheid met 0,8% dan ook de voornaamste factor die het beschikbaar inkomen ondersteunde. Ondanks de loonmatiging steeg het beschikbaar inkomen in reële termen met 1,2% en de particuliere consumptie nam in dezelfde mate toe. Deze laatste was sedert 2010 niet meer zo sterk gegroeid. In 2015 vertraagden daarentegen de investeringen in woningen, vooral omdat het vooruitzicht op een aanpassing van de woonbonus in Vlaanderen ertoe geleid had dat tal van investeringsplannen in de loop van 2014 waren vooruitgeschoven. Niettemin bleken de overige determinanten, zoals de gedaalde hypothecaire rentes en de verbeterde werkgelegenheidsvooruitzichten, ondersteunende krachten. Ook de investeringen van de ondernemingen vertraagden vanwege vooral tijdelijke factoren, terwijl ze steeds meer profijt trokken van de toename van de vraag, de stijging van de bezettingsgraad van het productievermogen, het herstel van de rentabiliteit en de bijzonder gunstige financieringsvoorwaarden. Het ziet er dan ook naar uit dat de investeringen in de toekomst een van de motoren van de opleving zouden kunnen worden.

## De Belgische economie en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën verder versterken

51. Voor de komende jaren staan met de taxshift en de pensioenhervorming reeds twee cruciale projecten in de steigers; er is bovendien een traject uitgestippeld dat inzake begrotingsconsolidatie tegen 2018 een structureel evenwicht beoogt. Dit alles vraagt een rigoureuze uitvoering en in een aantal domeinen is supplementaire actie nodig om het groeipotentieel en de werkgelegenheidscreatie van de Belgische economie maximaal te ondersteunen.

52. De taxshift is erop gericht de spanning tussen de loonkosten en het nettoloon, die in België de hoogste is van de EU, te doen afnemen. De hoge lasten op arbeid remmen, via hun kostenverhogend effect, de vraag naar arbeid af en drukken, via hun effect op het nettoloon, zowel het arbeidsaanbod als de koopkracht. Om dit te verhelpen, wil de federale regering, voor een totaal bedrag van € 11,4 miljard en gespreid over de periode 2015-2020, nieuwe structurele maatregelen inzake koopkracht en concurrentievermogen ten uitvoer leggen, wat neerkomt op 2,2 % van het in 2020 verwachte bbp. De brutokoopkrachtimpuls bedraagt € 7,3 miljard en bestaat vooral uit verlagingen van de personenbelasting. Omdat de weerslag daarvan groot is voor de lagere inkomens, dragen die belastingverlagingen ook bij tot het bestrijden van de werkloosheids- of inactiviteitsvallen. Daarnaast wordt ook de sociale welvaartsenveloppe opgetrokken en zijn correcties gepland om, voor de laagste inkomens, de negatieve gevolgen op te vangen van de financiering van de taxshift. Ter verbetering van het concurrentievermogen zijn, ten bedrage van € 4,1 miljard, verminderingen van vooral de werkgeversbijdragen gepland. Het gaat daarbij grotendeels om lineaire verminderingen; de andere zijn gericht op de lagere lonen of op specifieke knelpunten in het vlak van, onder meer, start-ups en de eerste indienstnemingen van een bedrijf. De lastenverminderingen omvatten die welke reeds door de vorige federale regering in het competitiviteitspact waren vastgelegd. De verhoging van de koopkracht levert vooral extra banen op als gevolg van de steviger binnenlandse vraag. Een belangrijk kanaal bij de maatregelen inzake concurrentievermogen is, naast de toename van de netto-uitvoer, ook het feit dat de productiefactor arbeid aantrekkelijker wordt geprijsd ten opzichte van kapitaal. Omdat het productieproces op die manier arbeidsintensiever wordt, zorgt dat soort van maatregelen voor een grotere toename van de werkgelegenheid.
53. Ter financiering van de taxshift zijn maatregelen voor een bedrag van € 4,8 miljard voldoende duidelijk vastgelegd om in aanmerking te kunnen komen voor een simulatie. Ze bestaan voor € 2,6 miljard uit verhogingen van de indirecte belastingen, terwijl ook de belastingen op inkomens uit vermogen worden opgetrokken en de grondslag voor de vennootschapsbelasting wordt verruimd. Uit simulaties met het kwartaalmodel van de Bank blijkt dat de taxshift in zijn geheel – bestaande uit een bruto-injectie van € 11,4 miljard en een financiering daarvan ten belope van € 4,8 miljard, wat betekent dat er een begrotingsimpuls van € 6,6 miljard komt bovenop de gunstige impact van de lastenverschuiving zelf – tegen 2021 voor een groei-impuls van 1,5 % en zo'n 64 500 extra banen zal zorgen. Zelfs indien de terugverdieneffecten daarvan in rekening worden gebracht, blijkt dat de taxshift – zoals hij thans voorligt – in de onderzochte periode budgettair niet neutraal is. Om de begrotingsdoelstellingen te bereiken, moet dus verder werk worden gemaakt van de financiering, in de eerste plaats door ervoor te zorgen dat alle reeds vastgelegde, maar nog niet concreet uitgewerkte financieringskanalen hun volle beslag krijgen. Daardoor zal de weerslag op de groei en de werkgelegenheid minder groot zijn.
54. Opdat de taxshift en de andere op het herstel van het concurrentievermogen gerichte maatregelen maximaal zouden renderen, zijn hervormingen wenselijk die een concurrerender prijszetting en een adequate loonvorming beogen. Concurrerender productmarkten – vooral in de netwerkindustrieën en in sommige dienstensectoren is daar nog behoefte aan – zullen via efficiëntiewinsten en prijsverlagingen de koopkracht en het kostenconcurrentievermogen positief beïnvloeden. Bovendien bevorderen ze de transmissie van zowel de loonmatiging als de taxshift naar de verkoopprijzen en voorkomen ze margeverbreiding, zodat de groei en de werkgelegenheid ten volle worden ondersteund. In de modelsimulaties van de Bank is een dergelijke doorberekening van de kostenverlagingen in de prijzen trouwens ingebouwd en is ze een van de factoren die bepalend zijn voor de omvang van de banencreatie. Er moet ook worden op toegezien dat de door de lastenverlagingen gecreëerde ruimte maximaal ten goede komt aan de werkgelegenheid en niet wordt gebruikt om de loonvorming een andere richting uit te sturen. Dat de taxshift zonder implicaties blijft voor het verloop van de reële lonen is overigens ook een van de uitgangspunten waarop de modelsimulaties van de Bank zijn gebaseerd. Bovendien moet worden uitgezocht hoe men de loonvorming beter kan laten sporen met het productiviteitsverloop. De door de regering aangekondigde herziening van de

wet van 26 juli 1996 tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen biedt daar de gelegenheid toe. Samen met de sociale partners moet worden gestreefd naar een nieuw evenwicht tussen de voordelen van coördinatie op macroniveau, enerzijds, en de noodzaak van een grotere modulering afhankelijk van sectorspecifieke, bedrijfsspecifieke of cyclische ontwikkelingen, anderzijds.

55. Voorts heeft de federale regering sterk ingezet op een pensioenhervorming waarvan grote delen in 2015 ten uitvoer werden gelegd. Zo is de wettelijke pensioenleeftijd met ingang van 2025 en 2030 op respectievelijk 66 en 67 jaar gebracht. De voorwaarden voor vervroegde pensionering zijn verder verstrengd, net als die voor de werkloosheidsuitkeringen met bedrijfstoelage – de vroegere brugpensioenen – en de pensioenbonus is afgeschaft. Bovendien zal voor de pensioenen van de overheidssector de regel dat de studiejaar meetellen in de loopbaanduur tussen 2016 en 2030 geleidelijk uitdoven. De ruimere hervorming van de ambtenarenpensioenen die bij het aantreden van de federale regering werd aangekondigd en die erop gericht is die pensioenen nauwer af te stemmen op het stelsel van de private sector, is daarentegen nog niet gerealiseerd. In 2015 werd tevens een Nationaal Pensioencomité opgericht dat de regering moet adviseren.
56. De Studiecommissie voor de Vergrijzing heeft becijferd dat, als gevolg van de reeds geïmplementeerde hervormingen, de vergrijzingskosten tegen 2040 zullen teruglopen van 5,8 % bbp tot 3,1 % en tegen 2060 van 4,2 tot 2,1 %. Die winst is het gecombineerde resultaat van, enerzijds, de daling van het aantal uitkeringen voor gepensioneerden en werklozen met recht op een bedrijfstoelage en, anderzijds, de positieve impact op de potentiële groei doordat de meesten onder hen ook langer aan de slag zullen blijven, waardoor de werkgelegenheid en, derhalve, het bbp op termijn met 5,6 % zou stijgen. De werkgelegenheidsgraad bij de 55-66-jarigen zou door de nieuwe hervormingen immers met 16,4 procentpunt oplopen tot 68,2 % in 2060. Vanwege de langere loopbaan en de daarmee gepaard gaande stijging van de pensioenuitkering zou bovendien ook het armoederisico bij de gepensioneerden verkleinen, zodat niet alleen de budgettaire, maar ook de sociale houdbaarheid van het pensioenstelsel zou verbeteren. Precies omdat de pensioenhervorming de vergrijzingskosten op langere termijn drukt, kan ze op kortere termijn het begrotingsbeleid enige ademruimte bieden. De aan de vergrijzing verbonden zware budgettaire kosten zijn immers een van de redenen waarom België volgens het Europees begrotingsraamwerk nu nog een ambitieuze middellangetermijndoelstelling moet nastreven – namelijk een structureel overschot van 0,75 % bbp –; er mag echter worden van uitgegaan dat die doelstelling neerwaarts zal worden bijgesteld zodra het effect van de pensioenhervormingen zal zijn verrekend. Het valt bovendien niet uit te sluiten dat, als gevolg van die hervormingen, de behoefte van de huishoudens om via hun spaargedrag zelf in de financiering van hun pensionering te voorzien, enigszins zal afnemen, wat reeds op korte termijn vraagondersteunend kan werken.
57. Een zo efficiënt mogelijke pensioenhervorming vereist dat ook aandacht wordt besteed aan de verloning en dat de ondernemingen ervoor zorgen dat de langere loopbaan passend wordt ingevuld. Vaak blijkt de verloning immers toe te nemen met de anciënniteit zonder dat daar een evenredige productiviteitsstijging tegenover staat, ook al hebben oudere werknemers – via het doorgeven van hun ervaring – een gunstige invloed op de productiviteit van de jongeren. De loopbaaninvulling van haar kant blijft er vooralsnog onvoldoende op gericht oudere werknemers met succes aan de slag te houden. Oog hebben voor productiviteit, inzetbaarheid en specifieke loopbaan kenmerken van de werknemers tijdens iedere fase in hun carrière, en van de oudere werknemers in het bijzonder, is dan ook van cruciaal belang opdat de hervorming zou slagen. Daarbij is een belangrijke rol weggelegd voor de sociale partners. Dankzij hun terreinkennis zijn zij immers goed geplaatst om de noodzakelijke loopbaanverlenging kwalitatief gestalte te geven.
58. De vereiste uitbreiding van de werkgelegenheid zal vanzelfsprekend baat vinden bij het herstel van het concurrentievermogen en de taxshift; ze zal ook in de hand worden gewerkt door de

pensioenhervorming. Toch zijn op de arbeidsmarkt, bovenop de reeds geleverde inspanningen inzake responsabilisering en activering van werklozen, supplementaire acties nodig. Nu de economie weer aantrekt en het aantal vacatures in stijgende lijn gaat, mag het arbeidsaanbod niet ontoereikend blijken. Bijzondere aandacht moet uitgaan naar de kansgroepen die het moeilijk hebben om de opstap naar de arbeidsmarkt te maken, in het bijzonder inwoners afkomstig uit niet EU-landen en laaggeschoolden. Bovendien moet alles in het werk worden gesteld om de nieuwe vluchtelingen zo snel mogelijk op de arbeidsmarkt te integreren. In een economie met een verouderende bevolking impliceert de toestroom van jonge arbeidskrachten niet enkel uitdagingen; hij biedt vooral kansen. Daarom is een inclusieve aanpak nodig en moet iedere vorm van discriminatie worden geweerd. Het beleid moet voldoende rekening houden met de specifieke kenmerken van de verschillende doelgroepen. De factoren die de arbeidsmarktintegratie van de nieuwe vluchtelingen kunnen hinderen, zijn immers niet dezelfde als die welke spelen voor allochtonen van de tweede of de derde generatie.

59. Veeleer dan op selectie is het paradigma van de moderne arbeidsmarkt gesteund op talentontwikkeling. Vóór alles moet worden ingezet op opleiding, begeleiding en een vlottere overgang tussen de verschillende onderwijsvormen en werk. Ook gerichte loonlastenverminderingen, waarvoor de gemeenschappen en gewesten sedert de zesde staatshervorming bevoegd zijn, kunnen in dat opzicht een geschikt instrument blijken. De obstakels voor geografische arbeidsmobiliteit moeten uit de weg worden geruimd. Ten slotte dient er ook te worden over gewaakt dat de werkenden inzetbaar blijven. Werknemers moeten, dankzij life-long learning, de snelle technologische innovaties en de aanpassingen van het arbeidsproces kunnen bijhouden.
60. Bovendien moeten, om de potentiële groei te ondersteunen en de productiviteit te verhogen, ondernemerschap en innovatie worden gestimuleerd en moeten factoren die de oprichting van bedrijven of markttoegang belemmeren, worden opgeheven. De economie is immers dynamisch. Op korte termijn wordt het verloop ervan vooral bepaald door het succes van bestaande bedrijven, waarbij kostenbeheersing vaak een essentiële determinant blijkt te zijn. Op langere termijn is de rotatie waarbij nieuwe bedrijven, nieuwe producten of nieuwe productieprocessen het overnemen van bestaande echter veel belangrijker en ook dé bron van inkomenscreatie. Die dynamiek kan vlot functioneren als, met name, administratieve, juridische en fiscale hinderpalen uit de weg worden geruimd, een effectief en transparant regelgevend kader wordt uitgewerkt, de overheidsadministratie naar behoren werkt en de financiële intermediatie efficiënt verloopt. Op macroschaal ontstaat groei niet enkel door het verleggen van de technologische grenzen, maar ook, en vooral, door de ruime verspreiding – in de hele economie – van technologische innovaties – vooral van ICT. De Belgische economie steunt op tal van internationaal bijzonder productieve en innovatieve bedrijven, maar ze telt ook heel wat bedrijven die achterblijven bij de hoogste productiviteitsstandaard. Het inhaalpotentieel is dus groot. Het uitbouwen van een degelijke infrastructuur kan bovendien groeistimulerend werken via de daartoe noodzakelijke investeringen en via de ondersteunende functies die deze infrastructuur de rest van de economie biedt. Ook hier zijn de uitdagingen groot, getuige de omvang van het dagelijks terugkerende verkeersprobleem. Er is nood aan een toekomstgerichte visie op mobiliteit die, via het aanreiken van de gepaste prikkels, leidt tot een attitudeverandering inzake werkorganisatie, wonen en vrijetijdsgebruik en zodoende de vraag naar transport in de eerste plaats reduceert en vervolgens kanaliseert naar de minst vervuilende modi. Ook hier heeft de overheid een belangrijke sturende taak.
61. Tot slot is een groeivriendelijke begrotingsconsolidatie essentieel om het voor 2018 geplande structureel evenwicht te kunnen realiseren. Dat evenwicht is noodzakelijk om de marges te creëren voor de financiering van de budgettaire kosten van de vergrijzing en om, via een aanzienlijke daling van de overheidsschuld, opnieuw buffers aan te leggen die negatieve schokken kunnen opvangen, en armslag te bieden voor nieuwe maatschappelijke uitdagingen. Door de achterstand die in 2015 ten opzichte van het uitgestippelde traject

werd opgelopen, moeten de inspanningen voor de komende jaren worden bijgestuurd. Aan de ontvangstenzijde is het zaak over de financiering van de taxshift te waken en het verloop van de ontvangsten goed te monitoren; in 2015 bleven deze immers achter bij het verloop van de belastbare grondslag. Voorts moet worden geijverd voor een correcte belastinginning en dient zowel belastingontwijking als fiscale en sociale fraude kordaat te worden bestreden. Toch zal de budgettaire aanpassing grotendeels behoren te bestaan uit een oordeelkundige uitgavenbeheersing. Ondanks de geboekte vooruitgang blijven de primaire overheidsuitgaven immers hoog, niet alleen in vergelijking met de toestand vóór de crisis, maar ook in vergelijking met de meeste andere geavanceerde economieën. Om de groei beter te ondersteunen, is bovendien ook aan de uitgavenzijde ruimte voor verschuivingen. Investerings in infrastructuur, opleiding en duurzame ontwikkeling, maar ook een afvlakking van de sociale ongelijkheden kunnen zorgen voor meer economische groei. Nu de economie aantrekt, is de tijd gekomen om de budgettaire consolidatie ten uitvoer te leggen zonder dat daarbij moet worden gevreesd voor zware negatieve feedbackeffecten.

62. Alle overheidsniveaus dienen aan de begrotingsconsolidatie bij te dragen. Daartoe moeten voor iedere entiteit bindende en verifieerbare doelstellingen worden geformuleerd, in overeenstemming met het van 13 december 2013 daterende samenwerkingsakkoord tussen de federale overheid en de gemeenschappen en gewesten dat ter zake een monitoringbevoegdheid heeft toevertrouwd aan de Hoge Raad van Financiën.

\*  
\* \*

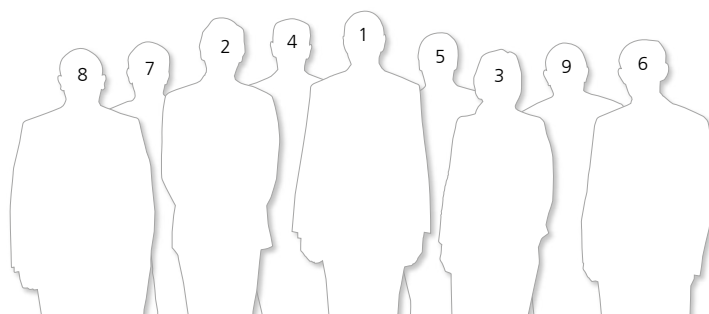
63. Sinds 2011 zijn er belangrijke stappen gezet om de structurele zwakheden van de Belgische economie weg te nemen. Arbeidsmarkthervorming, loopbaanverlenging, herstel van het concurrentievermogen, verlaging van de lasten op arbeid en het veiligstellen van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën zijn de speerpunten van het hervormingsbeleid. Bovenop de gunstige invloed die uitgaat van het conjunctuurherstel, beginnen ook de hervormingen vruchten af te werpen, niet het minst inzake de verbetering van het concurrentievermogen, de creatie van banen in de private sector en de beheersing van de overheidsuitgaven. Het is van belang hervormingsinspanningen te blijven leveren om het economisch draagvlak en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te versterken en om op een evenwichtige en vooruitziende wijze te beantwoorden aan de sociaal-economische uitdagingen. Er is nood aan een meerpulige strategie. Om te beginnen, moet het groeipotentieel van de Belgische economie maximaal worden ondersteund. Dat is in de eerste plaats nodig voor de ontwikkeling van een hoge levensstandaard. Bovendien zal het de houdbaarheid van de overheidsfinanciën bevorderen en marges creëren om de vergrijzing te bekostigen en nieuwe maatschappelijke uitdagingen aan te gaan. Daarnaast vereisen gezonde overheidsfinanciën een voortzetting van de begrotingsconsolidatie opdat in 2018 een structureel evenwicht zou worden bereikt. Alle beschikbare hefboomen moeten worden ingeschakeld. Die hefboomen zijn immers niet elkaars substituut, maar vullen elkaar aan. Zowel de prijs- en loonvorming als het arbeidsmarktbeleid moet er nog sterker op gericht worden de werkgelegenheidscreatie maximaal te ondersteunen, de loopbaanverlenging gestalte te geven en de erg lage werkgelegenheidsgraad van bepaalde kansengroepen te remediëren. Bovendien moet worden gefocust op ondernemerschap, innovatie en productiviteit omdat die op langere termijn dé bron van inkomenscreatie zijn en tevens de sleutel vormen tot meer ecologische duurzaamheid. Coherentie tussen de verschillende beleidsdomeinen en – in een federaal land zoals België – tussen de verschillende beleidsniveaus is daarbij een cruciaal aandachtspunt. De inzet is groot. Het komt er immers niet alleen op aan een solide basis te leggen voor de economische bedrijvigheid of voor gezonde overheidsfinanciën, maar ook voor het betaalbaar houden van het Belgisch sociaal model. Een dergelijk toekomstgericht en alomvattend project moet kunnen rekenen op de steun van alle sociale geledingen en alle beleidsniveaus.

Brussel, 27 januari 2016

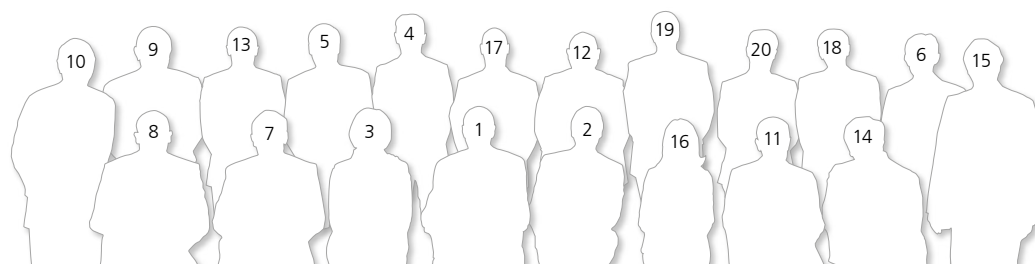
# Directiecomité



- 1 **Jan Smets**, GOUVERNEUR
- 2 **Pierre Wunsch**, VICEGOUVERNEUR
- 3 **Marcia De Wachter**, DIRECTEUR
- 4 **Jean Hilgers**, DIRECTEUR – SCHATBEWAARDER
- 5 **Mathias Dewatripont**, DIRECTEUR
- 6 **Vincent Magnée**, DIRECTEUR
- 7 **Tom Dechaene**, DIRECTEUR
- 8 **Tim Hermans**, DIRECTEUR
- 9 **Luc Dufresne**, SECRETARIS



# Regentenraad



- |    |  |    |   |
|----|--|----|---|
| 1  | <b>Jan Smets</b> , GOUVERNEUR                    | 11 | <b>Didier Matray</b> , REGENT   |
| 2  | <b>Pierre Wunsch</b> , VICEGOUVERNEUR            | 12 | <b>Rudy De Leeuw</b> , REGENT   |
| 3  | <b>Marcia De Wachter</b> , DIRECTEUR             | 13 | <b>Karel Van Eetvelt</b> , REGENT                                     |
| 4  | <b>Jean Hilgers</b> , DIRECTEUR – SCHATBEWAARDER | 14 | <b>Michèle Detaille</b> , REGENT                                      |
| 5  | <b>Mathias Dewatripont</b> , DIRECTEUR           | 15 | <b>Jean-François Cats</b> , REGENT                                    |
| 6  | <b>Vincent Magnée</b> , DIRECTEUR                | 16 | <b>Sonja De Becker</b> , REGENT                                       |
| 7  | <b>Tom Dechaene</b> , DIRECTEUR                  | 17 | <b>Marc Leemans</b> , REGENT  |
| 8  | <b>Tim Hermans</b> , DIRECTEUR                   | 18 | <b>Jean-Louis Six</b> , REGENT  |
| 9  | <b>Luc Dufresne</b> , SECRETARIS                 | 19 | <b>Pieter Timmermans</b> , REGENT                                     |
| 10 | <b>Gérald Frère</b> , REGENT                     | 20 | <b>Hans D'Hondt</b> , VERTEGENWOORDIGER VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN |