

1. Wereldeconomie en eurogebied

1.1 Robuuste en algemene groei in de belangrijkste economische zones

In het verlengde van de medio 2016 ingezette beweging trok de bedrijvigheid in 2017 verder aan. De mondiale bbp-groei bereikte met 3,7% zijn hoogste peil sinds 2011. De geografische basis ervan verbreedde zowel in de geavanceerde als in de opkomende economieën. In de geavanceerde economieën werd de intensiteit van de

bedrijvigheid ondersteund door het nog steeds sterk accommoderend monetair beleid, terwijl het begrotingsbeleid over het algemeen een neutrale koers volgde, alsook door een vertrouwensherstel van de huishoudens en de bedrijfsleiders. De groei berustte grotendeels op de dynamiek van de binnenlandse vraag – met name op de sterke opleving van de investeringen – en van de werkgelegenheid. In de opkomende economieën trok de groei minder snel aan, maar de verschillen tussen de landen namen er

TABEL 1 BBP IN DE VOORNAAMSTE ECONOMIEËN
(veranderingspercentages naar volume t.o.v. het voorgaande jaar, tenzij anders vermeld)

	2015	2016	2017	2017	
				<i>p.m.</i> Bijdrage tot de groei van het mondiaal bbp	<i>p.m.</i> Aandeel in het mondiaal bbp ⁽¹⁾
Geavanceerde economieën	2,2	1,7	2,3	1,0	41,3
waarvan:					
Verenigde Staten	2,9	1,5	2,3	0,4	15,3
Japan	1,1	0,9	1,8	0,1	4,3
Eurogebied	2,1	1,8	2,2	0,3	11,6
Verenigd Koninkrijk	2,3	1,9	1,5	0,0	2,3
Opkomende economieën	4,0	4,4	4,7	2,7	58,7
waarvan:					
China	6,9	6,7	6,8	1,2	18,3
India	8,0	7,1	6,7	0,5	7,5
Rusland	-2,8	-0,2	1,8	0,1	3,2
Brazilië	-3,8	-3,5	1,1	0,0	2,5
Wereld	3,4	3,2	3,7	3,7	100,0
<i>p.m. Wereldhandel</i> ⁽²⁾	2,8	2,5	4,7		

Bronnen: EC, IMF.

(1) Volgens de definities van het IMF en berekend op basis van de koopkrachtpariteiten.

(2) Gemiddelde van de in- en uitvoer van goederen en diensten.

sterker af. De verbetering van het algemeen economisch klimaat ging gepaard met een herstel van de wereldhandel en een forse prijsstijging voor financiële activa. De grondstoffenprijzen, daarentegen, bleken volatieler.

Lichte conjunctuurverbetering in de opkomende economieën

De Chinese economie bleef, met 6,8%, gestaag groeien. In tegenstelling tot de eerder opgetekende herbalancerings ten gunste van de particuliere consumptie en de dienstenactiviteiten, trok de bedrijvigheid in 2017 profijt van een krachtige exportgroei, die de vertraging van de binnenlandse vraag compenseerde. Vooral de bedrijfsinvesteringen en de investeringen in woningen namen af, aangezien de productiecapaciteit in hoge mate onbenut bleef. Het begrotingsbeleid bleef licht expansief, vooral onder impuls van de levendige overheidsinvesteringen. Hoewel de People's Bank of China een overwegend neutrale monetairbeleidskoers voer, versoepelde ze haar beleid selectief om de krediettoegang voor kleine ondernemingen en voor de landbouwsector te vergemakkelijken. Tegen de achtergrond van een hoge schuldenlast en verhoogde risico's voor de financiële stabiliteit namen de Chinese autoriteiten echter nieuwe maatregelen om de snelle en voortdurende kredietexpansie te stoppen. Er wordt gewerkt aan de inperking van de schaduwbanksector, terwijl de toegang tot hypothecair krediet restrictiever is gemaakt en de interbancaire financiering strenger zal worden gereguleerd. Voorts droegen sommige maatregelen bij aan een, weliswaar nog beperkte, schuldafbouw van de bedrijvensector. De impliciete garanties waarvan de staatsbedrijven profijt trekken, zijn echter nog niet gewijzigd.

In India hebben de effecten van de maatregelen om de schaduw economie in te perken – zoals de demonetisatie van de coupures van 500 en 1 000 roepie in november 2016 – en van de in juli 2017 ingevoerde harmonisering van de belasting op goederen en diensten, de groei van de bedrijvigheid tijdelijk afgeremd. Het bbp groeide in 2017 met iets minder dan 7%. Op langere termijn zouden die maatregelen het economisch potentieel echter helpen ondersteunen. Voorts zouden de invoering van een nationale wet die de faillissementen van vennootschappen regelt en het in oktober aangekondigde plan met betrekking tot de herkapitalisering van de staatsbanken (ten belope van ongeveer 1,3% bbp), de banken in staat moeten stellen nieuwe leningen toe te kennen en aldus de investeringen en de economische dynamiek te ondersteunen.

De bedrijvigheid in de landen die grondstoffen – en meer in het bijzonder fossiele brandstoffen – uitvoeren,

bleef de negatieve impact ervaren van de nog steeds relatief lage grondstoffenprijzen op de internationale markten, hoewel die zich in 2017 herstelden. Brazilië en Rusland lieten echter, na twee jaar van diepe recessie, opnieuw een positieve groei optekenen. In Brazilië werd het herstel aanvankelijk geschraagd door de landbouw; daarna kreeg het vastere voet en breidde het zich uit naar de andere economische sectoren. De lagere inflatie ondersteunde de consumptieve vraag van de huishoudens, terwijl de investeringen, ondanks hun nog steeds dalende tendens, profijt trokken van een versoepeling van het monetair beleid. In Rusland won de economie vanaf eind 2016 geleidelijk aan kracht als gevolg van de stijgende olieprijs, de stabilisatie van de roebel en de daling van de inflatie. In een context van vertrouwensherstel en verbeterde financieringsvoorwaarden droegen zowel de consumptie als de particuliere investeringen bij aan de opleving. De toegenomen inkomsten uit fossiele brandstoffen hielpen het overheidstekort aanzienlijk terugdringen.

In de belangrijkste geavanceerde economieën bleef de conjunctuur verbeteren

In de Verenigde Staten trok de economische bedrijvigheid in 2017 opnieuw aan. Dankzij een duidelijke toename van de investeringen, versnelde de groei geleidelijk en in het derde kwartaal bereikte hij meer dan 3% op jaarbasis. Als gevolg van de werkgelegenheidscreatie daalde de werkloosheidsgraad weer tot zijn peil van begin jaren 2000, tot 4,1% in december. Tegelijkertijd bleef de arbeidsmarktparticipatie van de bevolking op arbeidsleeftijd, met bijna 63%, vrijwel onveranderd. De particuliere consumptie bleef robuust en werd ook ondersteund door de vermogens-effecten die gepaard gaan met de goede resultaten op de activamarkten, alsook door de, zij het nog steeds gematigde, loonstijging. Ondanks die gunstige ontwikkelingen bleef de inflatie onder de doelstelling van 2% en bleven de inflatieverwachtingen relatief laag. Gelet op de versteviging van de economie, verhoogde de Federal Reserve niettemin driemaal – in maart, juni en december – de marge van haar beleidsrente, tot 1,25-1,50%. In oktober 2017 startte ze overigens een plan op dat een geleidelijke afbouw beoogt van haar herinvesteringen in effecten die op vervalddag komen. Het begrotingsbeleid bleef in 2017 al met al neutraal. Het overheidstekort is iets boven 4% gebleven, terwijl de overheidsschuld licht opliep tot 108% bbp. Aan het einde van het jaar werd een belangrijke belastinghervorming aangenomen, die belastingverlagingen omvat, voor zowel de inkomsten van natuurlijke personen als de winsten van vennootschappen. Door de tenuitvoerlegging van dat programma, in de loop van 2018 en 2019, zou de geleidelijke monetaire normalisatie gepaard gaan met een begrotingsstimulans.

In Japan versnelde de economische groei tegen de achtergrond van zeer accommoderende financieringsvoorwaarden en belangrijke overheidsmaatregelen ter ondersteuning van de economie. De stijging van de uitvoer, als gevolg van de opleving van de internationale handel, droeg bij aan de toename van de investeringen, terwijl de consumptie voordeel haalde uit een nieuwe gunstige ontwikkeling van de werkgelegenheid. Ongerekend de energie- en voedselprijzen bleef de inflatie echter dicht bij nul, wat blijkbaar vooral te maken heeft met de grote voorzichtigheid van de Japanse ondernemingen bij de loonvorming en de prijszetting, en dat na jaren van zwakke inflatie tot zelfs lichte deflatie. Ondanks een groeiend tekort aan arbeidskrachten, bij een werkloosheidsgraad van minder dan 3 %, en sterk oplopende bedrijfswinsten, gingen de lonen er in reële termen nauwelijks op vooruit.

In die context hield de Bank of Japan haar accommoderend monetair beleid in stand, dat erop gericht is de inflatie te doen stijgen naar het beoogde peil van 2 %. Ze bleef een negatieve rente van -0,1 % toepassen op de deposito's in rekeningen-courant van de financiële instellingen. Om de tienjaars rente dicht bij 0 % te houden, handhaafde ze haar programma voor de aankoop van Japanse schatkistbons bovendien op bijna 80 000 miljard yen (ongeveer € 590 miljard) op jaarbasis. Tot slot ging ze door met haar aankopen van andere soorten van activa, bijvoorbeeld op de beurs verhandelde fondsen (exchange-traded funds) en vastgoedfondsen. Het begrotingsbeleid bleef in 2017 expansief, waardoor het tekort ruim 4 % bbp bleef bedragen. De bruto-overheidsschuldgraad liep ongeveer 240 % bbp.

De groei in het Verenigd Koninkrijk vertraagde tegen de algemene tendens in

De Britse economie liet, na de aanvankelijke veerkracht die volgde op de stemming, op 23 juni 2016, ten gunste van een uittreding uit de Europese Unie, in 2017 een aanzienlijke vertraging optekenen. Deze laatste is voornamelijk toe te schrijven aan een inzinking van de particuliere consumptie, die vooral te lijden had onder de daling van de koopkracht, een gevolg van de sterke stijging van de inflatie na de forse depreciatie van het Brits pond in 2016. De scherpe daling van het pond ondersteunde daarentegen de uitvoer die, in tegenstelling tot de invoer, fors groeide. De bedrijfsinvesteringen bleven echter matig als gevolg van de onzekerheid over de uitvoeringsbepalingen van de uitstap uit de EU. Ondanks een minder gunstige economische dynamiek bleef de banencreatie solide. De werkloosheidsgraad daalde tot onder 4,5 %, terwijl de arbeidsmarktparticipatie met ongeveer 78,5 % stabiel bleef.

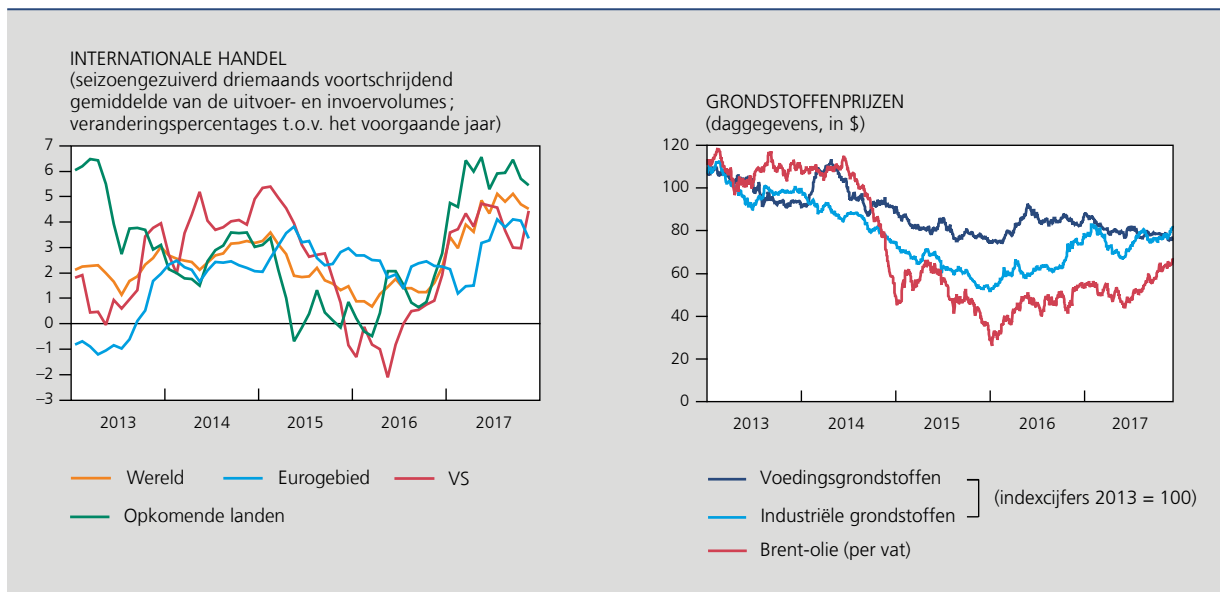
Aangezien de inflatie in november 2017 een hoogtepunt van 3,1 % bereikte, wat beduidend meer was dan de door de Bank of England beoogde 2 %, besloot deze laatste in november haar beleidsrente op te trekken tot 0,5 %. Het restrictief begrotingsbeleid dat de regering had ingevoerd om het tekort terug te dringen (dat op het hoogtepunt van de financiële crisis met 10 % bbp flirtte), werd amper versoepeld. In november 2017 kondigde ze een nieuw economisch stimuleringsplan aan, dat erin bestaat meer te investeren, de belastingen te verlagen – met name om het voor huishoudens gemakkelijker te maken een woning aan te kopen –, en de in de lopende uitgaven geplande besparingen te matigen.

Op 29 maart 2017 informeerde de Britse regering de voorzitter van de Europese Raad dat ze de Unie wenst te verlaten. Inmiddels zijn de onderhandelingen met de Europese Commissie van start gegaan. Ze betroffen in eerste instantie de scheidingsaangelegenheden, en meer in het bijzonder de eindafrekening, de rechten van Britse burgers in de EU en die van Europese burgers in het Verenigd Koninkrijk, en de grens tussen Noord-Ierland en de republiek Ierland. Die besprekingen werden bemoeilijkt doordat de Conservatieven bij de parlementsverkiezingen in juni 2017 hun absolute meerderheid verloren. Op de Europese Raad van 14 en 15 december stelden de staatshoofden en regeringsleiders van de lidstaten van de EU vast dat er voldoende vooruitgang was geboekt in de scheidingsaangelegenheden. Daardoor konden de onderhandelingen worden opgestart over de toekomstige economische relatie tussen de EU en het Verenigd Koninkrijk en over de overgangsfase die de Britse regering ingevoerd wenst te zien wanneer het Verenigd Koninkrijk, op 29 maart 2019, officieel uit de EU zal zijn gestapt.

De internationale handel veerde op; de grondstoffenprijzen ongerekend levensmiddelen volgden in de loop van het jaar

Nadat de mondiale handelsstromen in 2016 sterk waren vertraagd, namen ze in 2017 krachtig toe. Anders dan tijdens de twee voorgaande jaren, groeiden ze daardoor weer aanzienlijk sterker dan het bbp. Zowel in de geavanceerde als in de opkomende economieën was het herstel van de handel duidelijk merkbaar. De opleving werd ondersteund door de stijging van de mondiale vraag en, meer in het bijzonder, door de toename van de investeringen in uitrustingsgoederen, waarvan het invoergehalte doorgaans hoger is dan dat van de andere vraagcategorieën. Naast de herwonnen bedrijvigheid in het eurogebied, waar het handelsverkeer bijzonder intens is, speelde de toename van de groei in China en in de Verenigde Staten een doorslaggevende rol. De stijging van de Chinese invoer stimuleerde de handel tussen de

GRAFIEK 1 DE WERELDHANDEL TROK FORS AAN EN DE GRONDSTOFFENPRIJZEN HERSTELDEN ZICH IN 2017



Bronnen: CPB, Thomson Reuters.

Aziatische landen, terwijl in de Verenigde Staten het herstel van de olieprijs de opleving van de investeringen in de energiesector ondersteunde.

Nadat de olieprijs in de loop van 2016 vrijwel verdubbeld waren, liepen ze in de eerste helft van 2017 tijdelijk terug. Die beweging vond haar oorsprong in de toename van de Amerikaanse productie en in het sneller dan verwachte herstel van de productie in Libië en Nigeria. In de tweede helft van het jaar gingen de olieprijs echter opnieuw stijgen onder impuls van de levendige vraag vanuit Europa en de Verenigde Staten en door de onzekerheid over de (geo)politieke en sociale situatie in een aantal olieproducerende landen uit het Midden-Oosten en in Venezuela. Ten slotte werden de prijzen aan het einde van het jaar verder opgedreven door de verwachting dat het akkoord tussen de OPEC en een aantal niet-OPEC-landen om de productie met 1,8 miljoen vaten per dag te verminderen, zou worden verlengd. Eind november werd uiteindelijk besloten het akkoord te verlengen tot eind 2018.

De prijzen van de industriële grondstoffen vertoonden een vergelijkbaar verloop; na de in 2016 ingezette stijging, liepen ze vanaf februari opnieuw terug omdat werd verwacht dat de vraag vanuit China zou vertragen als gevolg van door de Chinese autoriteiten genomen maatregelen om op de vastgoedmarkt een zeepbel te voorkomen. Tijdens het tweede semester werd het verlies grotendeels goedge maakt; de metaalprijs werden

toen ondersteund door de verbetering van het economisch klimaat en, in het bijzonder, door de dynamischer Chinese economie. Enkel de prijzen van de voedingsgrondstoffen lieten gedurende het volledige jaar een dalende trend optekenen, omdat opeenvolgende recordoogsten tijdens de afgelopen jaren voor grote voorraden hebben gezorgd.

De voorwaarden op de financiële markten bleven gunstig

De voorwaarden op de financiële markten bleven in 2017 bijzonder gunstig tegen de achtergrond van de aantrekkende wereldeconomie, het vooruitzicht op een nog steeds accommoderend monetair beleid in de belangrijkste geavanceerde landen en de zoektocht naar rendement in een omgeving met nog steeds bijzonder lage rentetarieven. Hoewel de politieke onzekerheid groot bleef als gevolg van de brexit-onderhandelingen, de onduidelijkheid over het toekomstige begrotingsbeleid in de Verenigde Staten en de aanhoudende geopolitieke spanningen, bleef de volatiliteit erg gering. De zogenoemde VIX-index keerde terug naar zijn niveau van vóór de crisis, op een aantal pieken in het voorjaar en tijdens de zomer na als gevolg van, onder meer, de olopende spanningen tussen de Verenigde Staten en Noord-Korea.

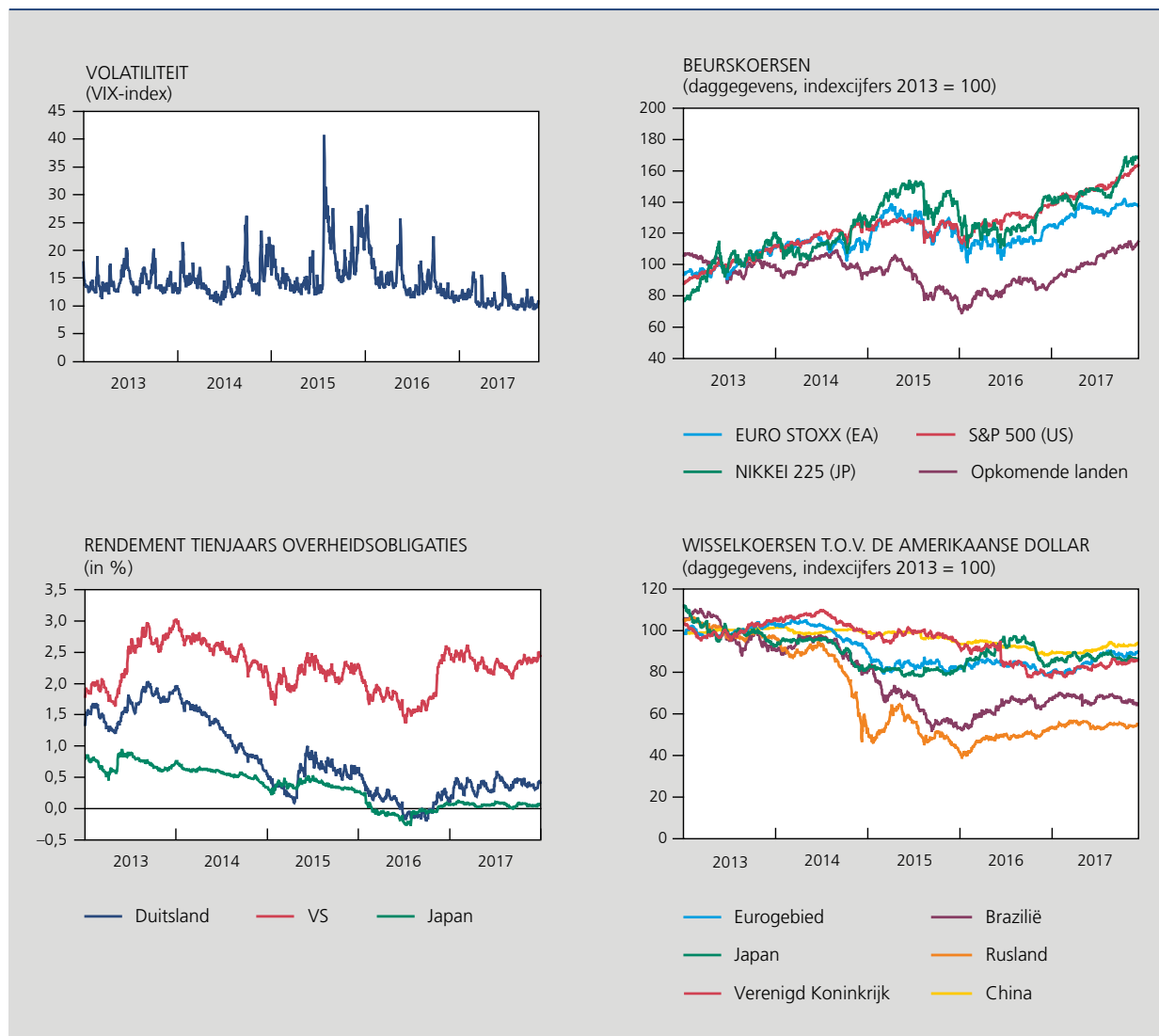
Door de stijgende winstverwachtingen van de ondernemingen bij een aantrekkende conjunctuur, namen de

aandelenkoersen wereldwijd sterk toe. In de Verenigde Staten bereikten ze zelfs nieuwe recordniveaus. In de opkomende landen zetten de beurzen van met name China en India sterke prestaties neer. Er waren slechts een paar tussentijdse correcties. Zo liepen de aandelenkoersen in het eurogebied van mei tot augustus licht terug, mogelijk als gevolg van de waardestijging van de euro die de winstverwachtingen van de exportgerichte bedrijven kan hebben gedrukt. De tijdelijke koersdalingen in Japan waren vooral reacties op de ontwikkelingen in Noord-Korea en op de sterkere yen.

De obligatierentes bleven, net als het jaar voordien, erg laag. De stijging van de rentetarieven in de nasleep van de Amerikaanse presidentsverkiezingen in november 2016,

die vooral toenemende inflatievooruitzichten weerspiegelde omdat werd verwacht dat in de Verenigde Staten een meer expansief begrotingsbeleid zou worden gevoerd, zette zich in 2017 niet voort. Het rendement op Amerikaanse overheidsobligaties ging tijdens de eerste negen maanden van het jaar zelfs weer omlaag naarmate de marktverwachtingen ten aanzien van het toekomstige begrotingsbeleid geleidelijk neerwaarts werden bijgesteld. Het uitzicht op een krappere monetair beleid en de bekendmaking van de plannen voor een belastinghervorming zorgden in het najaar voor een kentering. In het eurogebied en Japan bleven de rentetarieven dicht in de buurt van hun historisch dieptepunt. De Europese obligatierentes volgden een enigszins stijgende trend, tegen de achtergrond van de gunstige economische vooruitzichten

GRAFIEK 2 ZEER GUNSTIGE FINANCIERINGSVOORWAARDEN EN GERINGE VOLATILITEIT OP DE FINANCIËLE MARKTEN



Bron: Thomson Reuters.

voor het eurogebied en toenemende verwachtingen betreffende de geleidelijke afbouw van de monetaire stimulans door de ECB.

Voor de meeste landen van het eurogebied werden tegelijk ook de spreads ten opzichte van de Duitse Bund kleiner, vooral nadat de politieke onzekerheid in de aanloop naar de Franse presidentsverkiezingen was weggeëbd. Die daling werd geschraagd door de verbeterde economische omstandigheden en ratingverhogingen in een aantal landen. In Portugal en Griekenland liepen de spreads het sterkst terug, met meer dan 200 basispunten. Typend voor het herwonnen vertrouwen in de Griekse economie is ook het feit dat de Griekse overheid tijdens de zomer terugkeerde naar de kapitaalmarkten, met een uitgifte van obligaties met een looptijd van vijf jaar voor een totaal van € 3 miljard.

Terwijl de voorwaarden op de financiële markten dus doorgaans erg positief bleven, waarschuwen verscheidene internationale financiële instellingen toch voor een mogelijke opbouw van financiële stabiliteitsrisico's. Er zijn immers aanwijzingen dat de huidige prijzen op de financiële markten afwijken van hun fundamentele waarden. In de Verenigde Staten bijvoorbeeld liggen de koers-winstverhoudingen boven hun historische gemiddelden. In combinatie met een aanhoudend geringe

volatiliteit, impliceren dergelijke hoge waarderingen het risico van scherpe marktcorrecties mocht het beleggers-sentiment plots omslaan.

Op de valutamarkten kwam de dollar onder druk als gevolg van de onzekerheid over het Amerikaans monetair en begrotingsbeleid. Tijdens de eerste negen maanden van het jaar deprecieerde hij ten opzichte van de valuta's van de meeste geavanceerde en opkomende landen. De Amerikaanse dollar verzwakte vooral ten opzichte van de euro, die werd ondersteund door de sterkere groeicijfers voor het eurogebied en het herwonnen vertrouwen in de Europese economie na de Franse presidentsverkiezingen. Tegen de achtergrond van de brexit-onderhandelingen apprecieerde de euro ook verder ten opzichte van het Brits pond, vooraleer hij in september ietwat terugliep vanwege toenemende verwachtingen dat de Bank of England haar monetair beleid zou verkrappen. Vanaf september steeg de dollar opnieuw licht in waarde, aangezien er steeds meer werd van uitgegaan dat de bedrijfsbelastingen zouden worden hervormd en nadat de marktverwachtingen betreffende het toekomstige pad voor het Amerikaans monetair beleid werden bijgesteld. Nadat de Russische roebel en de Braziliaanse real in 2016 sterk waren geapprecieerd tegen de achtergrond van de stijgende grondstoffenprijzen, stegen ze in 2017 ten opzichte van de dollar niet verder in waarde.

Kader 1 – De opkomst van digitale munten vanuit een centralebankperspectief⁽¹⁾

Door de private sector uitgegeven zogeheten digitale munten, zoals bitcoin en ether, kregen het afgelopen jaar veel aandacht in de pers. Enkele ervan zijn fors in waarde gestegen. Die munten maken doorgaans gebruik van de 'distributed ledger technology' (DLT) die het, net als contant geld (munten en bankbiljetten), mogelijk maakt transacties rechtstreeks tussen de deelnemers te verrichten. In tegenstelling tot traditionele elektronische geldsystemen die op vertrouwde intermediairs – bijvoorbeeld centrale banken of kredietkaartuitgevers – steunen om transacties af te wikkelen en een centraal register bij te werken, verloopt het afwikkelingsmechanisme voor digitaal elektronisch geld dus rechtstreeks. Omdat dergelijke gedecentraliseerde systemen anoniem zijn en de belofte inhouden efficiënter, goedkoper en sneller te zijn, zou digitaal geld de traditionele geldinstrumenten sterk kunnen beconcurreren met mogelijk aanzienlijke gevolgen voor de centrale banken, het financieel stelsel en de economie in ruime zin. Behalve in de financiële dienstverlening, kan de DLT in heel wat bedrijfstakken worden toegepast, bijvoorbeeld in de transportsector (voor het vastleggen van logistieke transacties), het notariaat (voor het registreren van de aankoop van een woning), de overheid (voor belastingheffing, de uitkering van subsidies en digitaal stemmen) en de gezondheidszorg (voor het bijhouden van een digitaal patiëntendossier). In dit Kader worden digitale munten en hun onderliggende technologie echter uitsluitend benaderd vanuit een centralebankperspectief.

(1) Voor meer informatie, zie Stevens A. (2017), 'Digitaal geld: bedreigingen en kansen voor het monetair beleid', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 79-93.

Geld vervult traditioneel drie functies: het maakt transacties mogelijk (ruilmiddel), vermogen kan er veilig mee worden opgeslagen (beleggingsinstrument), en het dient om de waarde van goederen en diensten uit te drukken (rekeneenheid).

Door de nieuwe technologie zouden de private digitale munten een interessant ruilmiddel kunnen worden. Aan de toepassing van de technologie op ruime schaal blijken evenwel nog nadelen verbonden te zijn. Zo is het aantal transacties dat terzelfder tijd kan worden verwerkt momenteel veeleer gering en blijft het systeem zeer energie-intensief.

Veeleer dan een ruilmiddel, zijn de private digitale munten, en bij uitstek de bitcoin, momenteel dan ook voornamelijk een speculatief actief. Vermits aan het louter aanhouden van de munten geen voordelen zijn verbonden – ze leveren bijvoorbeeld geen rente op –, worden ze alleen maar gekocht in de hoop ze later tegen een hogere prijs te kunnen verkopen. Dat gebrek aan fundamentele waarde – het gaat immers enkel om een computercode – onderscheidt die munten van bepaalde grondstoffen, maar ook van centralebankgeld dat zijn waarde ontleent aan zijn status van wettig betaalmiddel en de voorspelbare koopkracht ervan. De koers van privaat digitaal geld is dus van nature volatiel, waardoor het niet kan dienen als waardevast beleggingsinstrument om koopkracht naar de toekomst te verschuiven. Die volatiliteit en het risico op bubbelvorming impliceren echter dat private digitale munten de financiële stabiliteit en, bijgevolg, de monetairbeleidstransmissie zouden kunnen verstoren. Ook de praktijk van bedrijven om fondsen te werven door zelf een digitale munt uit te geven (initial coin offerings – ICO's), kan de financiële stabiliteit in het gedrang brengen of consumenten met onverwachte verliezen confronteren. Op dit ogenblik is er immers weinig tot geen toezicht op die ICO's, waardoor het risico van riskante en frauduleuze investeringen groot is. Daarbij valt nog op te merken dat, in tegenstelling tot elektronische bankrekeningen, beleggingen in private digitale munten niet onder het depositogarantiestelsel tot € 100 000 vallen. Voorlopig lijkt de totale waarde van alle private digitale munten te klein te zijn om het systeem te kunnen bedreigen, wat niet wegneemt dat kleine verstoringen mogelijk zijn.

Momenteel speelt privaat digitaal geld helemaal geen rol als rekeneenheid in de economie – zo wordt de prijs in bitcoins aan de geldende wisselkoers aangepast wanneer in winkels zowel in euro als in bitcoin kan worden betaald – en dat lijkt in de toekomst zo te zullen blijven. Ook hier is het ontbreken van het statuut van wettig betaalmiddel, wat voor intrinsieke volatiliteit zorgt, een grote hinderpaal. Mocht privaat digitaal geld toch algemeen aanvaard worden en uitgroeien tot rekeneenheid, dan zou het traditionele geld, inclusief centralebankgeld, er kunnen door worden vervangen. Dat scenario houdt een groot risico in, aangezien de centrale bank haar rol dan niet meer kan vervullen. Vermits ze de financieringsvoorwaarden in de economie niet langer zou kunnen sturen, zou ze evenmin macro-economische schokken kunnen opvangen en zou ze bij een tekort aan marktliquiditeit niet langer kunnen optreden als kredietgever in laatste instantie.

Private digitale munten vervullen dus niet de drie functies van geld. Ze kunnen derhalve niet als geldinstrument worden beschouwd. Dat hindert de algemene inburgering ervan, waardoor ze slechts een beperkte potentiële bedreiging lijken te vormen voor de financiële en monetaire stabiliteit. Centrale banken en andere bevoegde autoriteiten volgen evenwel nauwlettend de ontwikkelingen en zullen, indien nodig, gepaste maatregelen nemen.

Centrale banken tonen echter ook belangstelling voor digitale munten. Zo bestuderen sommige centrale banken de uitgifte van bankbiljetten in digitale vorm – een zogeheten central bank digital currency (CBDC). Een dergelijke digitale munt roept heel wat vragen op, bijvoorbeeld inzake de universele toegankelijkheid, of ze rentedragend is, of er onbeperkte bedragen van kunnen worden aangehouden en of de voordelen ervan groter zijn dan de nadelen.

Bij een gepast design zou die digitale munt bijvoorbeeld een oplossing kunnen bieden voor de beperking die het monetair beleid ondervindt om de nominale rente sterk negatief te maken wanneer de economische



omstandigheden dat vereisen. In die zin zou digitaal centralebankgeld bevorderlijk kunnen zijn voor de macro-economische stabiliteit. Ook kan het burgers de toegang garanderen tot een veilig actief, zelfs bij een afnemend gebruik van cash. De gevolgen van de invoering van CBDC's voor de banksector en voor de financiële stabiliteit zijn echter onzeker. Het omzetten, door huishoudens en bedrijven, van aanzienlijke depositotegoeden bij commerciële banken in digitale bankbiljetten, zou ingrijpende gevolgen hebben voor de financiële sector. Hoewel het zou kunnen zorgen voor een verkleining van het liquiditeitsrisico dat commerciële banken lopen door met kortlopende deposito's langlopende leningen te financieren – wat het financieel stelsel veiliger zou maken met minder gevaar voor verstoringen in de monetairbeleidstransmissie –, is dat scenario niet zonder risico's. Om negatieve gevolgen voor de kredietverlening en de economische bedrijvigheid te vermijden, zouden commerciële banken immers alternatieve langerlopende financiering moeten aantrekken. Bovendien bestaat het gevaar dat een eenvoudig toegankelijke vordering op de centrale bank de intensiteit en de frequentie van bankruns kan doen toenemen. De centrale banken denken dan ook uitvoerig na over de voor- en nadelen van CBDC's en de verschillende modaliteiten ervan alvorens een beslissing te nemen.

1.2 In het eurogebied versterkte de economische bedrijvigheid, maar de inflatie bleef onder de doelstelling, waardoor het accommoderend monetair beleid werd voortgezet

De bedrijvigheid in het eurogebied is krachtiger gegroeid

Net als in andere belangrijke geavanceerde economieën, is de bedrijvigheid in het eurogebied in 2017 beduidend dynamischer geworden. Dankzij de in 2013 ingezette herstelbeweging, die medio 2016 een nieuwe impuls kreeg, trok het gemiddelde groeitempo van het bbp aan tot 2,2% in 2017, tegen 1,8% in 2016. De expansie bleef zeer werkgelegenheidsintensief en ze breidde zich ook uit over alle landen. Hoewel de groeieresultaten van de landen blijven uiteenlopen – met groeipercentages die varieerden tussen 1,5 en 5,6% –, werden de verschillen in het eurogebied kleiner; geen enkel land zag zijn bbp dalen.

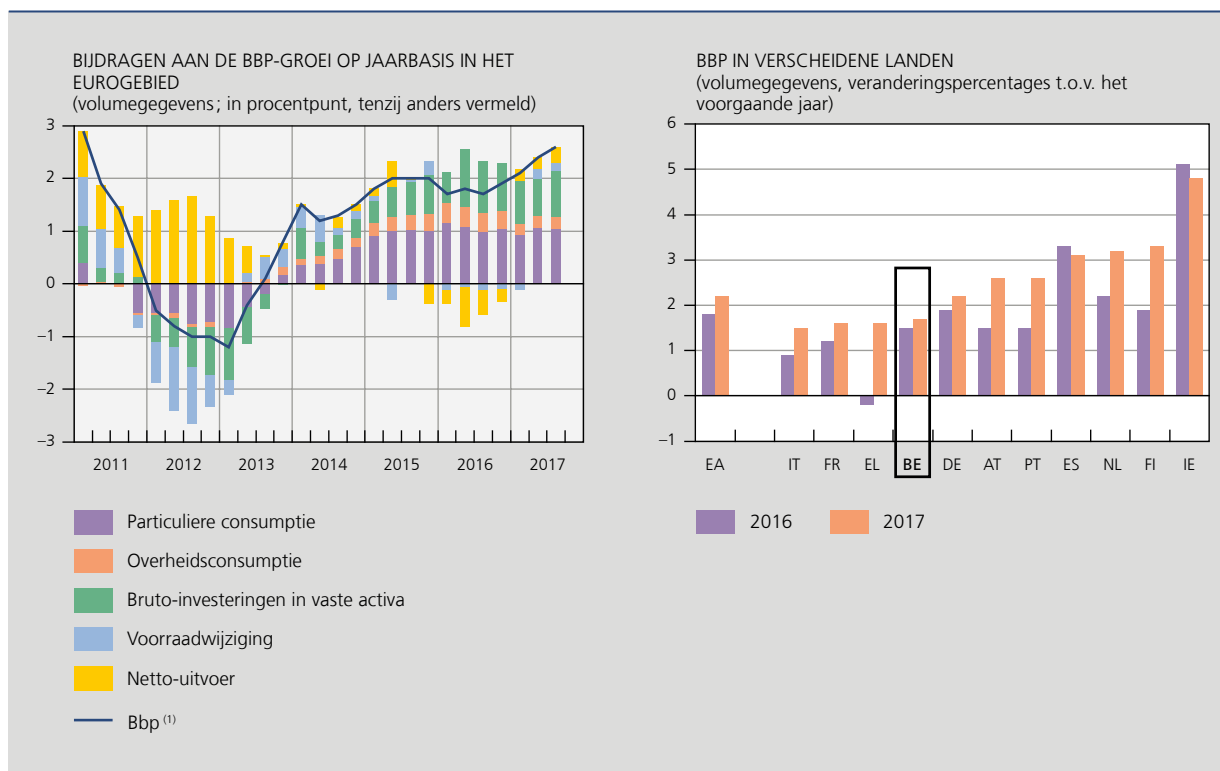
Geschraagd door onder meer het monetair en het begrotingsbeleid, gaf de economie in de loop van 2017 een aanzienlijke verbetering te zien. Net als de twee voorgaande jaren, bleef de particuliere consumptie de belangrijkste groeimotor. Ondanks een futloos loonverloop, werden de inkomens uit arbeid immers ondersteund door een aanzienlijke nieuwe banencreatie; in sommige gevallen werd deze laatste versterkt door de tijdens de voorgaande jaren ten uitvoer gelegde hervormingen. Ook de overheidsconsumptie bleef in 2017 opwaarts gericht. Hoewel de investeringen licht volatiel

waren, namen ze in 2017 het sterkst toe en leverden ze een vrijwel even grote bijdrage aan de bbp-groei als de particuliere consumptie.

In dat opzicht bleken de ondernemingen dynamischer dan in 2016. Terwijl een grotere behoefte aan vernieuwing en uitbreiding van de productiemiddelen de bezettingsgraad van hun productievermogen gestaag deed toenemen – tot boven het langetermijngemiddelde –, bleven ze gunstige externe financieringsvoorwaarden genieten, een stijgende rentabiliteit en robuuste vraagvooruitzichten op zowel de binnenlandse als de buitenlandse afzetmarkten. Het vertrouwen van de bedrijfsleiders bereikte aldus niveaus die sinds het begin van de jaren 2000 niet meer waren opgetekend. Dat vertrouwen werd nauwelijks aangetast door onzekerheid, bijvoorbeeld in verband met de moeizame onderhandelingen over de brexit of met politieke verdeeldheid in landen zoals Spanje, noch door onzekerheid in de rest van de wereld.

Ook de andere investeringen gaven blijk van herstel. Meer in het bijzonder de investeringen in woningen, die in 2015 een dieptepunt hadden bereikt, begonnen – later dan de bedrijfsinvesteringen – op te leven. De beweging was onder meer het sterkst in de landen waar, als gevolg van het uiteenspatten van de vastgoedzeepbel, de zwaarste aanpassingen hadden plaatsgevonden, namelijk Ierland, Nederland en Spanje. De eerste twee landen zouden kwetsbaar kunnen zijn, aangezien de prijzen er sneller gingen stijgen tegen de achtergrond van aanhoudende rigiditeiten op hun markt en van een nog steeds hoge schuldenlast van de huishoudens. Ook in Duitsland bleven de investeringen in woningen

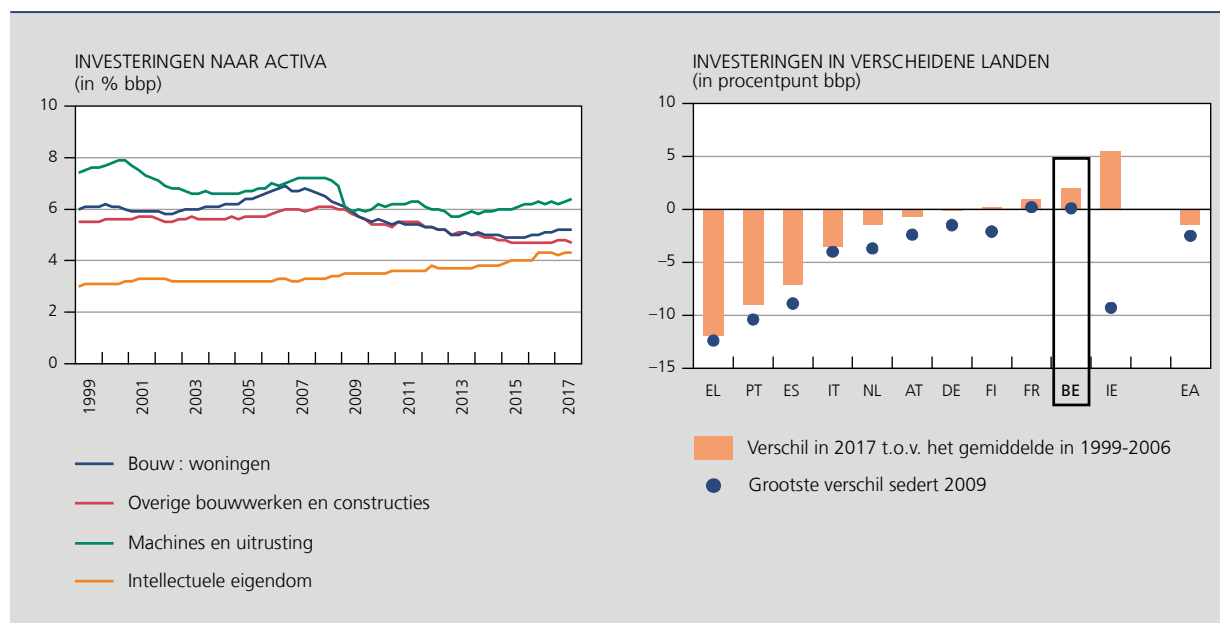
GRAFIEK 3 DE GROEI HEEFT ZICH UITGEBREID TOT DE DIVERSE VRAAGCATEGORIEËN EN TOT ALLE LANDEN



Bronnen: EC, Eurostat, NBB.

(1) Veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.

GRAFIEK 4 ONDANKS DE AANTREKKENDE INVESTERINGEN IS HET INVESTERINGSDEFICIT NOG NIET VOLLEDIG WEGGEWERKT



Bronnen: EC, Eurostat, NBB.

in 2017 gestaag stijgen, waardoor de sinds 2010 aan de gang zijnde expansie van de vastgoedmarkt aanhield. Het betreft een van de weinige landen die, dankzij de recente dynamiek, maar ook door het futloze verloop vóór de crisis, ter zake het hoogste niveau in tien jaar tijd laten optekenen.

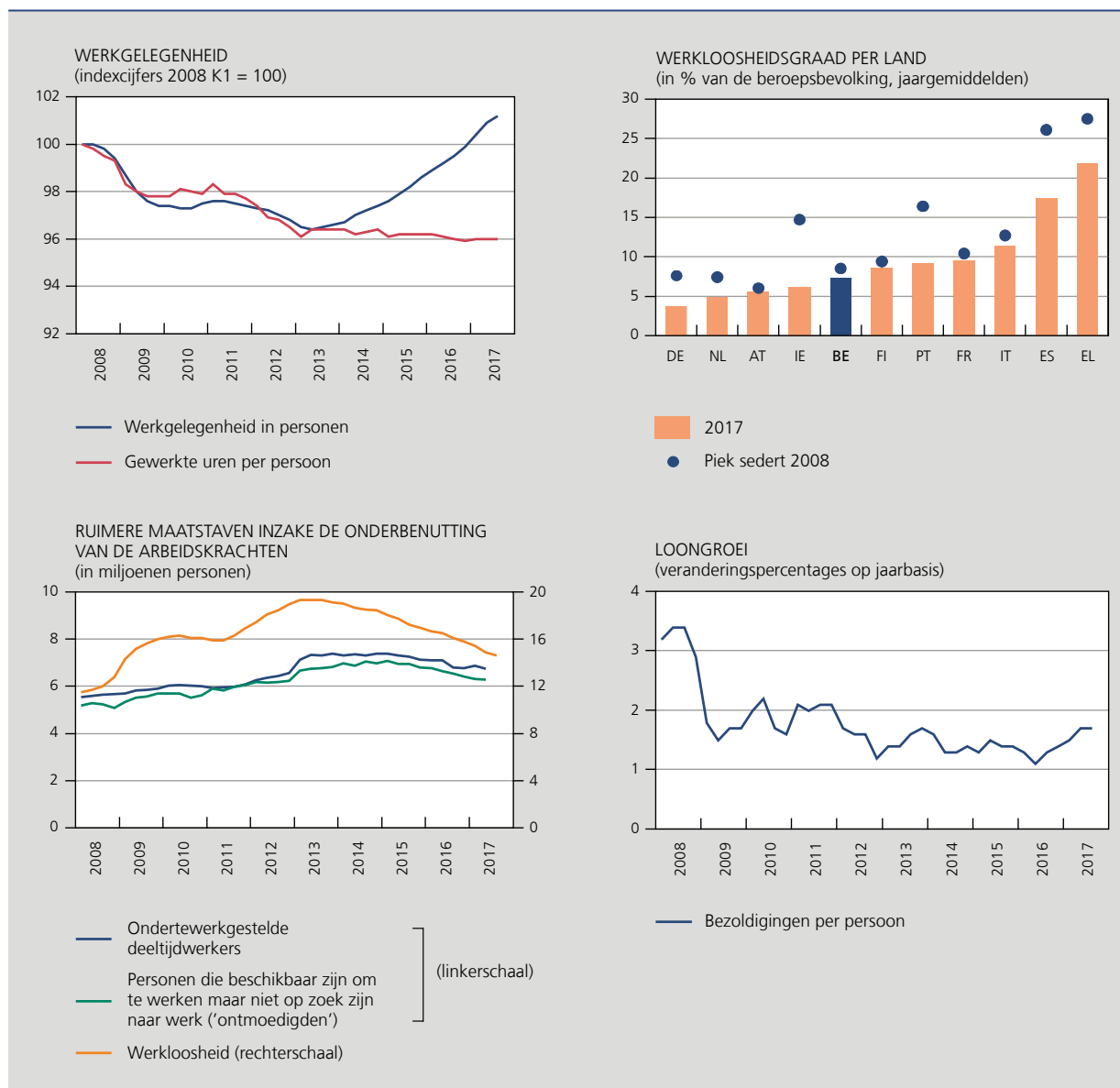
De in 2016 begonnen versteviging van de wereldhandel zette zich in 2017 voort, waardoor de uitvoer van het eurogebied, ondanks de appreciatie van de euro, werd gestimuleerd. De uitvoer nam trouwens sterker toe dan de invoer, waardoor de buitenlandse handel in 2017, los van de meesleepeffecten ervan op de investeringen en

de werkgelegenheid, een directe bijdrage leverde aan de groei van het bbp.

Het herstel blijft nochtans onvoldragen

Ondanks die aanzienlijke en krachtige conjunctuurverbetering, is het herstel in het eurogebied nog niet voltooid. In de meeste landen van het eurogebied bleek de algemene opleving van de investeringen immers nog ontoereikend om opnieuw het gemiddelde niveau van vóór de crisis te bereiken. In sommige van die landen waren de investeringen, met name in woningen, destijds echter bovenmatig toegenomen.

GRAFIEK 5 DE GROEI VAN DE LONEN WORDT NOG STEEDS AFGEREMD DOOR DE AANHOUDEnde ONDERBENUTTING OP DE ARBEIDSMARKT



Bronnen: EC, ECB, Eurostat.

De in de afgelopen tien jaar opgebouwde onderbenutting op de arbeidsmarkt is nog niet volledig weggewerkt, ook al vertaalde de bestendinging van de economische opleving zich steeds duidelijker in een verbetering van de situatie op die markt. De banencreatie breidde zich geleidelijk uit over meer landen en bedrijfstakken. Zo kwam de werkgelegenheid in het eerste kwartaal van 2017 uiteindelijk boven het niveau van vóór de crisis uit. Bovendien werd een algemene daling van de werkloosheidsgraad opgetekend, die des te opmerkelijker was daar ze plaatsvond tegen de achtergrond van een stijging van de activiteitsgraad, voornamelijk van vrouwen en oudere arbeidskrachten. In sommige landen van het eurogebied doken voor een aantal bedrijfstakken of voor specifieke vaardigheden zelfs tekenen van schaarste op.

Dat beeld wordt echter door andere indicatoren genuanceerd. Zo is het aantal gewerkte uren per werknemer dat, net als het aantal werkenden, tot 2013 teruggelopen was, sindsdien niet opnieuw toegenomen. Dat had te maken met het groeiend aandeel deeltijdarbeid. Bovendien blijft de werkloosheidsgraad in sommige landen en voor sommige groepen, bijvoorbeeld jongeren, zeer hoog, net als het aantal langdurig werklozen. Bovendien namen andere ruimere maatstaven inzake de onderbenutting van de arbeidskrachten – zoals het aantal onvrijwillig deeltijdwerkers of het aantal ontmoedigde personen die niet langer een baan zoeken – voor het eurogebied als geheel veel trager af dan de werkloosheid.

Samen met andere aspecten, bijvoorbeeld de zwakke productiviteitswinsten, de lage inflatie, de veranderende spreiding van de werkgelegenheid over de bedrijfstakken of het effect van de in sommige landen in de nasleep van de crisis ten uitvoer gelegde arbeidsmarkthervormingen, hebben die factoren de lonen gedrukt. Het feit dat de bezoldigingen per persoon medio 2016 begonnen te versnellen, nam niet weg dat ze in het eurogebied in 2017 al met al traag groeiden. Ook in dat opzicht waren er van land tot land en afhankelijk van de nationale arbeidsmarkten grote verschillen.

De inflatie bleef te laag

De beperkte loongroei in het eurogebied hield de onderliggende inflatie laag; in 2017 schommelde deze laatste rond 1 %. De totale inflatie steeg weliswaar, van 0,2 % in 2016 tot 1,5 % in 2017, maar ze bleef toch onder een niveau dat verenigbaar is met de definitie van prijsstabiliteit van de ECB, namelijk minder dan, maar dicht bij 2 %. Bovendien werd de opmerkelijke stijging van de totale inflatie aan het begin van het jaar voornamelijk gedreven door de volatiele energie- en voedingscomponenten; ze zou bijgevolg niet duurzaam

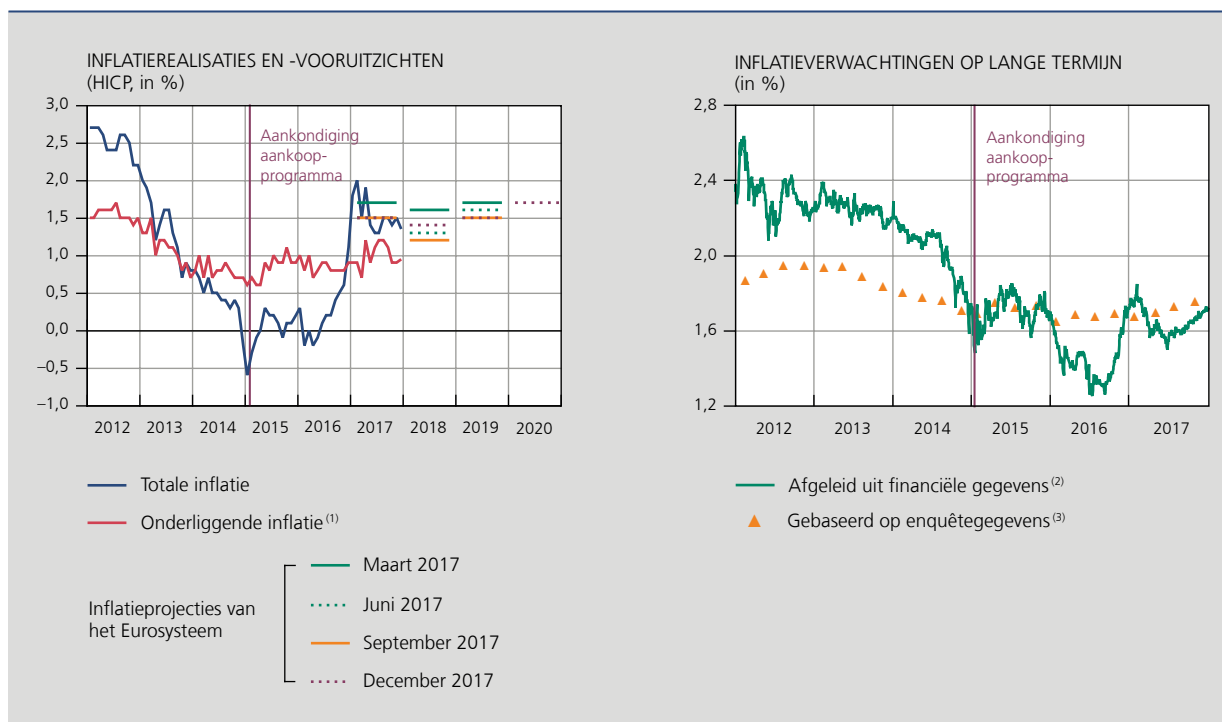
blijken. Volgens de ramingen van het Eurosysteem zou de inflatie ook de komende jaren onder de doelstelling blijven. Daarenboven werden de inflatieprojecties in de loop van het jaar neerwaarts herzien. Alhoewel de raming voor 2018 in december licht opwaarts werd bijgesteld, zou de inflatie in 2019 nog steeds amper 1,5 % belopen. Ook de inflatieverwachtingen op lange termijn zijn nog niet verankerd rond hun hoger niveau van vóór de crisis. De op enquêtegegevens gebaseerde inflatieverwachtingen zijn wel continu toegenomen, maar de respondenten maken nog steeds gewag van neerwaartse risico's.

De aanhoudend zwakke inflatie kan door tal van factoren worden verklaard

Het inflatieproces is complex en wordt beïnvloed door heel wat factoren waarvan de impact bovendien mettertijd kan veranderen. Zo is er, zoals reeds vermeld, onzekerheid over de mate waarin de aantrekkende economische bedrijvigheid geleid heeft tot een schaarste aan productiefactoren in het eurogebied. Ook kunnen structurele hervormingen het arbeids- en productiepotentieel hebben vergroot, waardoor het langer duurt vooraleer een toename van de geaggregeerde vraag opwaartse druk op de prijzen genereert.

Ook de recente langdurige periode van zwakke inflatie kan het prijsverloop beïnvloeden. Zo zou de aanhoudend lage inflatie neerwaartse druk kunnen uitoefenen op de tussen werkgevers en werknemers onderhandelde lonen en op de door bedrijven vastgestelde prijzen, wat een terugkeer naar de inflatiedoelstelling vertraagt. Bovendien bevinden de inflatieverwachtingen op lange termijn zich nog steeds onder de doelstelling van het Eurosysteem. In principe zou de impact van schokken die het huidige prijsverloop beïnvloeden, op middellange termijn moeten zijn uitgewerkt en zou de inflatie dus de doelstelling moeten bereiken. De nog steeds lager dan beoogde inflatievooruitzichten kunnen er aldus op wijzen dat de lange periode van zwakke inflatie de economische actoren ertoe heeft aangezet de inflatietrend neerwaarts te herzien: verwacht wordt dan dat de inflatie niet zal terugkeren naar het gemiddelde van vóór de crisis, maar dat ze zich zal stabiliseren op een lager niveau.

Tot slot kunnen ook exogene schokken de inflatie hebben gedrukt. Zo droeg de val van de oliepijzen in 2014 en 2015 in hoge mate bij aan de teruglopende inflatie. Terwijl dergelijke schokken normaliter slechts een tijdelijk effect sorteren op het inflatieverloop, kan de impact langdurig zijn bij gebrek aan goed verankerde inflatieverwachtingen.



Bronnen: Bloomberg, ECB.

(1) Totale inflatie ongerekend energie en levensmiddelen.

(2) Impliciete inflatie afgeleid uit swaps die het inflatierisico in het eurogebied dekken voor een vijfsjaars periode die vijf jaar na het sluiten van de overeenkomst start.

(3) Gemiddelde van de geaggregeerde kansverdeling van de inflatieverwachtingen over vijf jaar. De gegevens zijn afkomstig uit de ECB-kwartaalenquête bij professionele voorspellers.

Een te lange periode van te lage inflatie is, net als deflatie, ongewenst

Als reactie op de scherpe daling van de inflatie en het daaraan verbonden risico van deflatie, heeft de Raad van Bestuur van de ECB de laatste jaren verscheidene stimuleringsmaatregelen genomen. Zo besloot hij in januari 2015 op grote schaal activa van de overheids- en de private sector aan te kopen (expanded asset purchase programme – APP). De Raad gaf van meet af aan te kennen de maandelijkse aankopen te zullen verrichten totdat de inflatie duurzaam naar de doelstelling convergeert. Daardoor werd de uitvoering van het aankoopprogramma expliciet gelinkt aan de inflatiedoelstelling. Vanaf maart 2016 deelde de Raad ook mee de beleidsrentes lange tijd na de periode van de netto-aankopen van activa op hun huidig of op een lager niveau te zullen handhaven. Op die manier verschaftte hij duidelijke aanwijzingen over het toekomstig monetair beleid (forward guidance): die aanwijzingen betroffen zowel de horizon van de aankopen als die van de lage beleidsrentes. Sinds maart 2016 bedraagt de rente op de depositofaciliteit –0,40 %, die op de basisherfinancieringstransacties 0 % en die op de marginale beleningsfaciliteit 0,25 %.

De maatregelen bleken succesvol in het ondersteunen van de reële economie en het afwenden van het risico op deflatie. Bijgevolg werd in december 2016 besloten de maandelijkse netto-aankopen van activa vanaf april 2017 terug te brengen van € 80 miljard naar € 60 miljard. In juni 2017 werd de formulering van de forward guidance licht gewijzigd: de Raad bevestigde dat de beleidsrentes op hun huidig (laag) niveau zouden blijven, maar de mogelijkheid om ze verder te verlagen, werd niet langer geopperd.

Om een lange periode van ondermaatse inflatie te vermijden, bleef echter een aanzienlijke monetaire stimulus noodzakelijk. Als de inflatie té lang onder de door de centrale bank nagestreefde doelstelling blijft, is dat immers, net als deflatie, schadelijk. In de huidige context zouden de gevolgen van de crisis worden gematigd, mocht de inflatie opnieuw aansluiten bij 2 %. Vermits schulden doorgaans in nominale termen worden aangegaan, bemoeilijkt een lager dan verwachte inflatie het nog steeds noodzakelijk proces van schuldafbouw in het eurogebied. Diepgewortelde maatschappelijke voorkeuren om niet te snoeien in nominale lonen en prijzen, zorgen er tevens voor dat een lage inflatie het wegwerken

van macro-economische onevenwichten in verscheidene lidstaten vertraagt.

Een op prijsstabiliteit gericht monetair beleid pakt daarboven de fundamentele oorzaken van lage inflatie aan. Wordt deze laatste enkel veroorzaakt door een vraagtekort in de economie, dan zal het volhouden van de monetaire stimulus ook de resterende onderbenutting van de productiefactoren helpen wegwerken. En als de lange periode van lage inflatie een impact heeft gehad op de wijze waarop bedrijven en werknemers de prijzen en lonen bepalen, moet – teneinde de inflatie(verwachtingen) opnieuw stevig rond 2% te verankeren – de monetaire stimulus worden voortgezet tot er opnieuw prijsstabiliteit is, dus eventueel ook nadat de outputkloof is gedicht. Tegenover de kosten van een oververhitte economie staan immers langdurige baten in de toekomst. De nominale rente is namelijk gelijk aan de som van de inflatieverwachtingen en de reële rente. Zijn die verwachtingen stevig verankerd, dan vergroot de marge van de centrale bank om toekomstige recessies het hoofd te bieden. De centrale bank kan de beleidsrentes dan immers voldoende verlagen zonder dat die op

hun ondergrens⁽¹⁾ stoten. Bijgevolg verkleint de kans dat het Eurosysteem opnieuw een beroep zou moeten doen op niet-conventionele maatregelen.

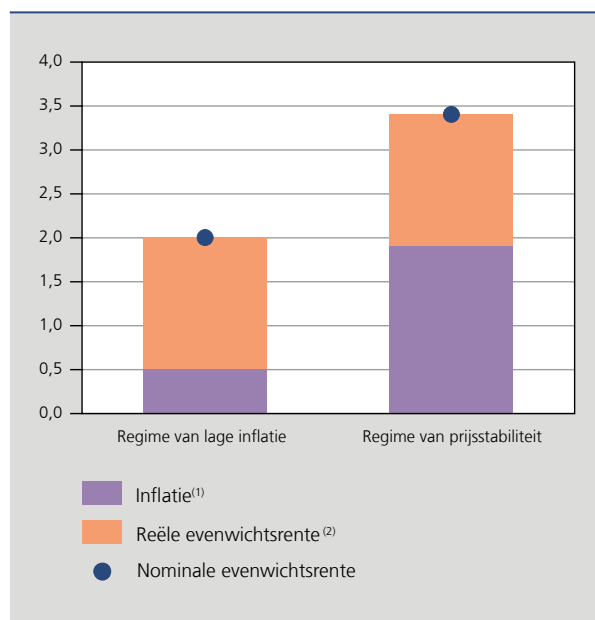
Daarom werd besloten de monetaire stimulus voort te zetten

Gelet op de te lage inflatie(verwachtingen), hield de Raad van Bestuur in 2017 zijn soepele monetairbeleidskoers aan. De diverse monetaire stimuleringsmaatregelen – de lage beleidsrentes, de aankopen van activa en de forward guidance – bleven dan ook van kracht. Bovendien besloot de Raad in oktober de soepele koers ook na december 2017 voort te zetten. Dat is consistent met zijn engagement om door te gaan met de activa-aankopen tot wanneer een duurzame aanpassing zichtbaar is in het inflatieverloop.

Concreet besloot de Raad de aankopen van activa met negen maanden te verlengen, dus tot en met september 2018. De Raad herhaalde hoe dan ook te zullen doorgaan met de netto-aankopen totdat de inflatie duurzaam convergeert naar de doelstelling. Aangezien hij er steeds meer op vertrouwt dat de convergentie naar de inflatiedoelstelling geleidelijk zal gebeuren, wordt er echter vanaf januari 2018 maandelijks een kleiner netto-bedrag aangekocht, namelijk € 30 miljard in plaats van € 60 miljard ('lager voor langer'). Schuldbewijzen die op vervalddag komen, zullen wel nog tot lang na de laatste netto-aankopen van activa, en in ieder geval zolang als nodig is, geherinvesteerd worden, waardoor het totaal aangehouden bedrag van activa op de balans van het Eurosysteem op peil zal blijven. De beleidsrentes bleven onveranderd en de Raad bevestigde dat ze nog geruime tijd en tot lang na de periode van de netto-aankopen van activa op hun huidige niveaus zullen blijven.

Door over een lange periode een geringer bedrag aan te kopen – in plaats van een groter bedrag over een kortere periode – blijft het Eurosysteem langer op de markt aanwezig en bewerkstelligt het een langduriger transmissie van de stimuleringsmaatregelen. In de gunstiger financiële en economische omgeving kunnen beleggers nu reeds beter toekomstige aankopen van de centrale bank in rekening brengen bij de waardering van de financiële activa. Bovendien impliceert de forward guidance over de beleidsrentes dat, door het aankoopprogramma te verlengen, de verwachte datum van de eerste renteverhoging opschuift in de tijd. De Raad is bovendien klaar om de omvang en/of de looptijd van het APP uit te breiden, mochten de vooruitzichten minder gunstig

GRAFIEK 7 HET REALISEREN VAN PRIJSSTABILITEIT GEEFT HET MONETAIR BELEID MEER RUIMTE OM SCHOKKEN OP TE VANGEN



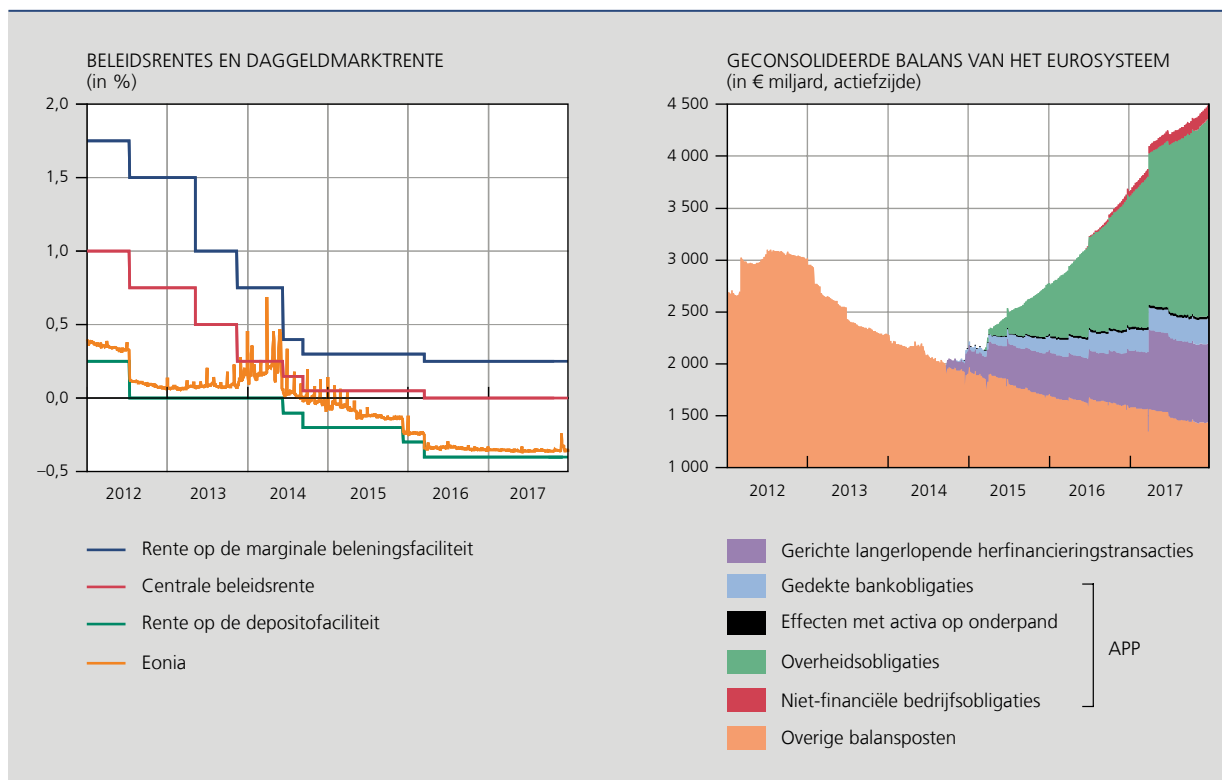
Bronnen: EC, NBB.

(1) In het stelsel van lage inflatie is de inflatie berekend als het gemiddelde ervan in het eurogebied sinds 2014. In het andere stelsel wordt prijsstabiliteit ter illustratie geïnterpreteerd als een inflatiepercentage van 1,9%.

(2) De reële evenwichtsrente is de rente waarbij sparen en investeren in evenwicht zijn, of nog, waarbij de outputkloof gedicht en de inflatie stabiel is. De reële evenwichtsrente is een theoretisch niet-waarneembaar concept en wordt daarom in de twee stelsels benaderd door de herfstvoorspelling van de EC inzake de potentiële groei van het eurogebied voor 2018.

(1) Hoofdstuk 1.3 in het Verslag van 2016 bevat meer informatie over de ondergrens voor beleidsrentes.

GRAFIEK 8 ACTIVA-AANKOPEN, LAGE RENTE, FORWARD GUIDANCE EN HERINVESTERINGEN BEOGEN DE INFLATIE NAAR DICHT BIJ 2% TE BRENGEN



Bronnen: ECB, Thomson Reuters.

worden of mochten de financiële omstandigheden onverenigbaar worden met een verdere ontwikkeling van de inflatie in de richting van de doelstelling.

Concrete tenuitvoerlegging van de monetaire maatregelen

De aankopen in het kader van het APP gebeuren volgens bepaalde richtlijnen. Zo heeft het Eurosysteem besloten niet meer dan 33% aan te houden van elke uitgifte en van de totale schuld van een land. Tevens worden de aankopen van overheidsobligaties volgens de kapitaalverdeelsleutel van de ECB gespreid over de landen van het eurogebied. Aangezien de verdeelsleutel de economische en demografische omvang van een land weerspiegelt en hij geen verband houdt met de uitstaande schulden van dat land, kan het Eurosysteem een belangrijke speler worden op de markten waar de schulden – afgemeten aan uitstaande bedragen of nieuwe uitgiften – relatief beperkt zijn, zoals in Duitsland. Duitse overheidsobligaties zijn bovendien reeds zeer gegeerd: vanwege hun hoge kredietwaardigheid en de diepe markt zijn ze een veilig beleggingsinstrument en als

onderpand uiterst gewild. Daardoor is een aanzienlijke spanning ontstaan tussen de vraag naar die instrumenten en het aanbod ervan.

Als gevolg daarvan vielen, in enkele maanden van 2017, de maandelijkse aankopen van Duits overheidspapier ietwat geringer uit dan het percentage waarin de kapitaalverdeelsleutel voorziet. Beperkte en/of tijdelijke afwijkingen zijn echter toegestaan, vermits die verdeelsleutel een richtsnoer is en geen strikte doelstelling. Dergelijke afwijkingen zijn ook onvermijdbaar, aangezien de aankopen afhankelijk zijn van de beschikbaarheid van de activa. Het aandeel van Duits papier in de totale, door het Eurosysteem gekochte overheidsschuld is overigens nog steeds iets groter dan volgens de verdeelsleutel. Daardoor kunnen ook in de toekomst geringere maandelijkse aankopen worden opgevangen. Een aantal kleinere landen van het eurogebied ondervinden echter grotere moeilijkheden om hun doelstelling inzake aankopen van overheidsobligaties te bereiken. Dat komt door de erg beperkte omvang van de betreffende markten of omdat de genoemde aankooplimieten bereikt zijn. Om de beoogde volumes van overheidspapier alsnog te

halen, worden dan – bij wijze van substituut – bijvoorbeeld obligaties van Europese instellingen gekocht.

Voorts duwde het toenemende onevenwicht tussen vraag en aanbod de rente op de meest kredietwaardige overheidsobligaties fors omlaag. Zo lagen de korte en middellange rentes op Duitse obligaties in 2016 doorgaans onder de rente op de depositofaciliteit, die een bodem voor de daggeldmarktrente vormt. In 2017 werden de korte Duitse rentes nog verder omlaag geduwd. Die daling was ook een gevolg van de beslissing van de Raad in december 2016 om, indien nodig, overheidspapier te kopen waarvan de rente onder die op de depositofaciliteit ligt. Die beslissing maakte het voor het Eurosysteem evenwel eenvoudiger om de doelstellingen inzake de aankopen van Duitse en andere gegeerde effecten te bereiken.

Om te voorkomen dat de schaarste aan kwalitatief goede effecten een vlotte marktwerking zou verhinderen, hebben de meeste centrale banken van het Eurosysteem regelingen voor effectenuitleen uitgewerkt. Daarbij worden voor het APP aangekochte obligaties opnieuw uitgeleend aan de marktdeelnemers. Vooral overheidsobligaties zijn immers zeer gegeerd, onder meer omdat ze dienen als onderpand voor repo's. Het uitlenen van effecten heeft aldus grote verstoringen in het verhandelen van kwalitatief goede effecten helpen beperken. Het Eurosysteem blijft de ontwikkelingen in de betreffende effectenmarkten wel op de voet volgen ten behoeve van een goede monetairbeleidstransmissie en van de financiële stabiliteit.

De 'lager voor langer'-beslissing van oktober 2017 zal de uitvoering van het APP positief beïnvloeden omdat er minder snel schaarste aan effecten zal ontstaan en de neerwaartse druk op de rentes beter zal worden gedoseerd. De Raad van Bestuur is bovendien van plan omvangrijke aankopen van private activa te blijven verrichten. De Raad van Bestuur gaf aldus opnieuw blijk van de vereiste flexibiliteit wat de tenuitvoerlegging van het APP eveneens moet vergemakkelijken.

Dankzij de flexibiliteit van het APP werden de doelstellingen inzake aankoopvolumes opnieuw gehaald en bleven de marktverstoringen zoveel mogelijk beperkt. Eind 2017 bedroegen de in het kader van het APP aangekochte effecten bijna € 2 300 miljard, of ongeveer 50% van het balanstotaal van het Eurosysteem. De overheidsobligaties maakten daar het grootste deel van uit, namelijk € 1 889 miljard. Daarnaast werd voor € 241 miljard aan gedekte bankobligaties aangehouden, voor € 132 miljard aan niet-financiële bedrijfsobligaties en voor € 25 miljard aan activa op onderpand.

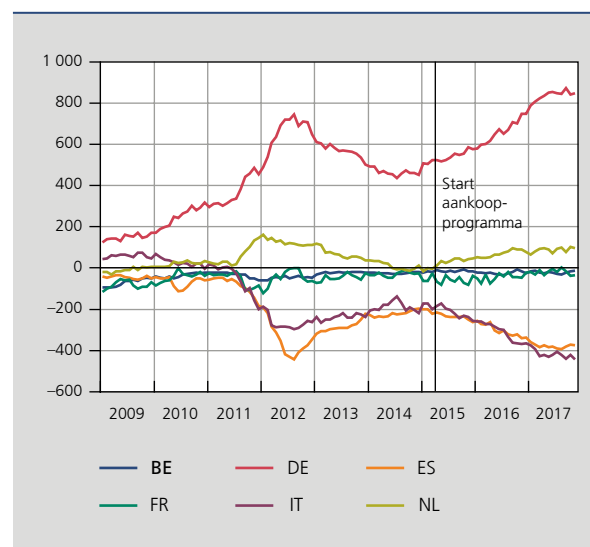
In maart 2017 verschaftte het Eurosysteem de banken ook goedkope en stabiele financiering via een vierde, en tevens laatste, gerichte langerlopende herfinancieringstransactie (targeted longer-term refinancing operation – TLTRO II⁽¹⁾). Door die transactie werd – na aftrek van de terugbetaling van oudere TLTRO's – € 217 miljard in het banksysteem geïnjecteerd ter ondersteuning van de kredietverstrekking aan de private sector. Eind 2017 bedroeg het totaal uitstaand volume TLTRO's € 754 miljard of ongeveer 17% van het balanstotaal van het Eurosysteem.

Als gevolg van het APP en de TLTRO's bleef de geconsolideerde balans van het Eurosysteem aanzienlijk toenemen. In samenhang met de groei van de centralebankbalans stegen ook de liquiditeiten die de kredietinstellingen van het eurogebied bij het Eurosysteem aanhielden. In die context van overtollige liquiditeiten stabiliseerde de daggeldmarktrente, de Eonia, zich rond een niveau dat enkele basispunten boven de rente op de depositofaciliteit lag. Gedurende heel 2017 bleef de daggeldmarktrente dan ook negatief, wat ongekend lage interbancaire financieringskosten meebracht.

De extra liquiditeiten die via het APP in het banksysteem werden geïnjecteerd, voerden ook de vorderingen en verplichtingen op die de nationale centrale banken

(1) Voor meer informatie, zie het Verslag van 2016.

GRAFIEK 9 HOGERE TARGET-SALDO'S ALS GEVOLG VAN HET APP
(in € miljard)



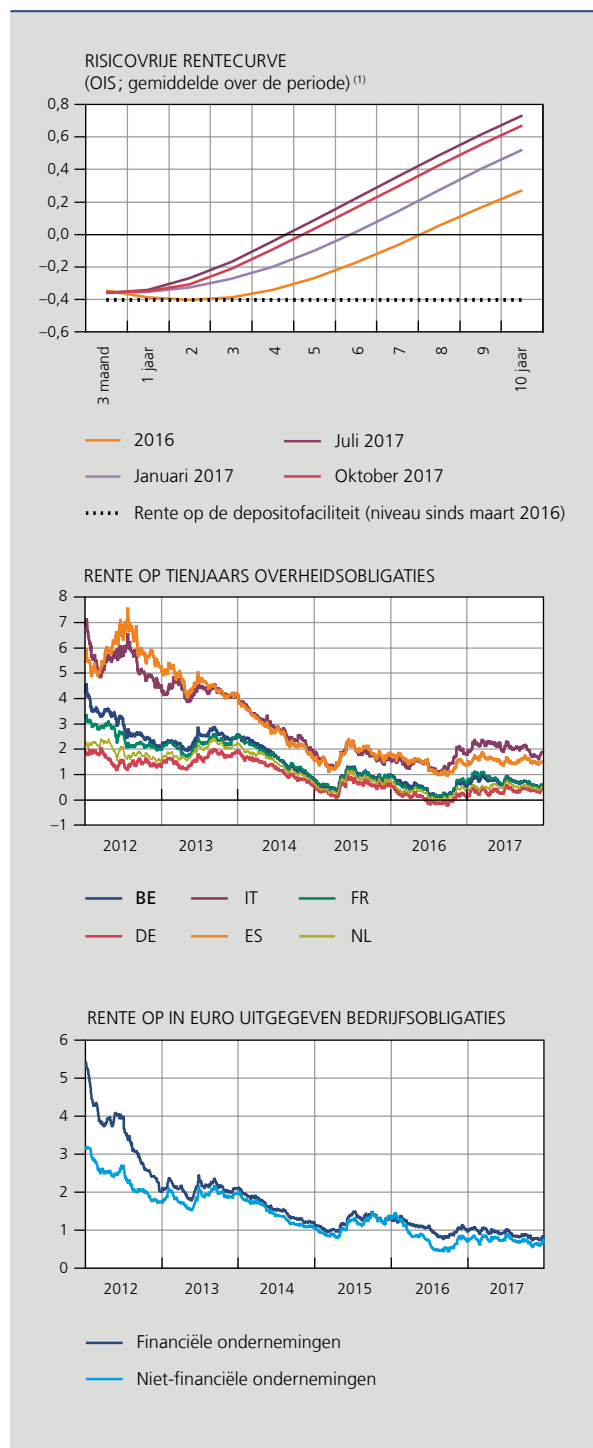
Bron: ECB.

van het eurogebied hebben ten aanzien van de ECB, de zogeheten TARGET-saldo's. De gedecentraliseerde monetairbeleidsimplementatie in het eurogebied zorgt ervoor dat grensoverschrijdende interbancaire betalingen in euro openstaande posities creëren tussen de nationale centrale banken: een netto-instroom van betalingen in een lidstaat verhoogt de TARGET-vordering (of verlaagt de TARGET-schuld) van de betreffende nationale centrale bank, en omgekeerd bij een netto-uitstroom. Doordat in het kader van het APP ongeveer 80% van de effecten bij niet-ingezetenen wordt aangekocht, creëert het aanzienlijke grensoverschrijdende betalingsstromen en, derhalve, oplopende TARGET-saldo's. Koopt de Banco de España bijvoorbeeld effecten van of via een in Duitsland gevestigde commerciële bank, dan heeft er een betalingsstroom plaats van Spanje naar Duitsland waarbij zowel de TARGET-schuld van de Banco de España als de TARGET-vordering van de Bundesbank stijgt. Bovendien is een aanzienlijk deel van de tegenpartijen buiten het eurogebied gevestigd. De vereffening van APP-transacties met die tegenpartijen gebeurt doorgaans in grote financiële centra zoals Duitsland en, in mindere mate, Nederland. De daarmee gepaard gaande liquiditeitsinstroom uit zich in toenemende TARGET-vorderingen van de centrale banken van die beide landen. Sinds de start van het APP is het TARGET-saldo van de Nationale Bank van België evenwel klein gebleven en vertoont het een relatief stabiel verloop.

De gunstige financiële voorwaarden bleven behouden

De monetairbeleidsmaatregelen droegen ertoe bij dat de nominale rentes van diverse activaklassen laag bleven. Zo verankerde de forward guidance de risicovrije korte rentes op een laag niveau, in de buurt van de rente op de depositofaciliteit. Het APP drukte de risicovrije langere rentes, meer bepaald de termijnpremie die erin vervat zit. Deze laatste weerspiegelt de compensatie die beleggers eisen voor het looptijdrisico, namelijk de blootstelling van langerlopende financiële activa aan volatiele prijzen door onverwachte rentewijzigingen in de toekomst. Door langlopende activa op te kopen en ze te vervangen door veilige, kortlopende effecten (centrale-bankreserves) verkleint het Eurosysteem immers het totale looptijdrisico in de portefeuille van de private sector. In die context is het in totaal aangekochte bedrag (dus zowel de reeds verrichte als de toekomstige aankopen), en niet zozeer de maandelijkse aankopen belangrijk, wat een trager aankooptempo kan rechtvaardigen vanaf januari 2018. In de loop van 2017 werd de rentecurve wel iets steiler, mogelijk dankzij de betere macro-economische resultaten in het eurogebied en de daaraan gekoppelde verwachtingen betreffende een herziening van de monetaire stimulus. Een hogere nominale lange

GRAFIEK 10 DE NOMINALE RENTES ZIJN VERANKERD OP EEN LAAG NIVEAU
(in %)



Bron: Thomson Reuters.
(1) Rentetarieven op Eonia-swaps met verschillende looptijden.

rente die het resultaat is van verbeterde groei- en inflatievooruitzichten wijst overigens op het succes van het aankoopprogramma (voor meer informatie, zie Kader 2).

De rente op tienjaars overheidsobligaties lag in 2017 in alle landen van het eurogebied ietwat hoger dan het jaar voordien, maar ze bleef laag en opmerkelijk stabiel. Ook de rentespreads op overheidsobligaties van de eurolanden tegenover Duitse effecten bleven doorgaans stabiel. Dat kan wijzen op de actieve werking van het portefeuilleherbalanceringskanaal van het APP. Beleggers reduceren daarbij hun portefeuille overheidseffecten uit het eurogebied die in grote hoeveelheden door het Eurosysteem werden aangekocht, en kopen meer hogere-rentende tegenhangers, waardoor de rente op deze laatste eveneens wordt gedrukt.

Ook de ondernemingen genoten gunstige financieringskosten. Mede doordat het Eurosysteem sinds juni 2016 ook niet-financiële zeer kredietwaardige bedrijfsobligaties opkocht, bleef de rente op die obligaties laag. Ook de rente op bedrijfsobligaties die niet voor het programma in aanmerking kwamen, bleef laag of daalde zelfs, wat nogmaals wijst op portefeuilleherbalkingen als gevolg van de aankopen door het Eurosysteem.

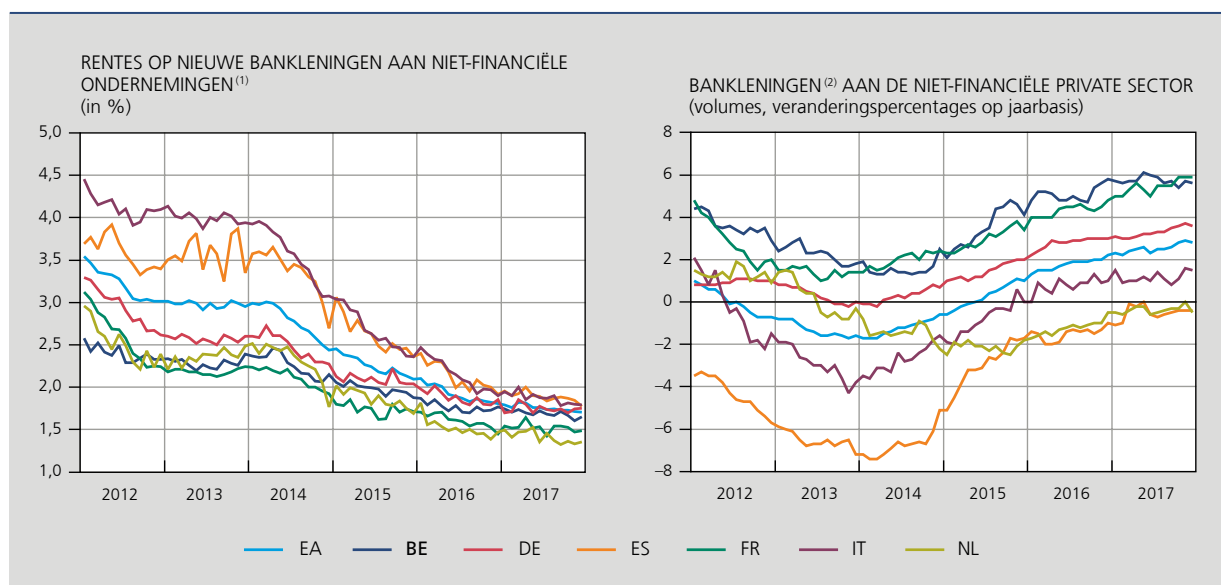
In tegenstelling tot het veeleer vlakke verloop van de nominale rentes, steeg de euro vanaf de lente van 2017 sterk in waarde tegenover zowel de dollar als een ruimere valutamand. Aangezien de appreciatie in hoge mate het gevolg was van de verbeterde binnenlandse situatie, kan de (in principe neerwaartse) impact ervan op de inflatie wel enigszins worden genuanceerd.

De kredietverlening aan de private sector bleef verbeteren

De banksector – die een cruciale rol speelt in de financiering van de economie van het eurogebied – bleef de monetairbeleidsimpulsen doorgeven aan de reële economie. Om te beginnen, bleven de bancaire financieringskosten voor huishoudens en bedrijven dalen. De debetrentes op bankleningen aan ondernemingen uit de diverse landen van het eurogebied convergeerden daarbij opnieuw enigszins, wat wijst op een verdere vermindering van de financiële fragmentatie. Voorts bleef de positieve groeidynamiek van de bankleningen aan de private sector duren; in de kwetsbare lidstaten, en ook in Nederland, bleef de kredietgroei echter doorgaans negatief.

Uit de enquête naar de bancaire kredietverlening (Bank Lending Survey – BLS) blijkt dat zowel het kredietaanbod als de kredietvraag bijdroeg aan de levendiger kredietgroei in het eurogebied. Zo werden de criteria inzake kredietverlening aan bedrijven en huishoudens versoepeld, meestal vanwege de toenemende concurrentie tussen, en de afnemende risicoperceptie door de banken. Deze laatste gaven ook aan dat de door het APP gegenereerde liquiditeiten in eerste instantie werden aangewend om de kredietverlening uit te breiden. Voorts deelden ze mee dat de negatieve rente op de depositofaciliteit het kredietvolume positief beïnvloedde, hoewel ze tegelijkertijd hun rentemarge drukte. De vraag

GRAFIEK 11 DE PRIVATE SECTOR VAN HET EUROGEBIED HEEFT VLOT TOEGANG TOT GOEDKOOP KREDIET



Bron: ECB.

(1) Alle looptijden samen.

(2) Alle looptijden samen. De gegevens zijn gezuiverd voor effectiseringsinvloeden.

van bedrijven en huishoudens naar leningen, van haar kant, bleef aantrekken als gevolg van de lage rente, de hogere investeringen in vaste activa, het verstevigend consumentenvertrouwen en de gunstiger vooruitzichten voor de huizenmarkt.

De lagere rentes, de omvangrijker volumes en de vlottere toegang tot kredieten nuanceren aldus de bezorgdheid van sommige waarnemers dat de monetairbeleidsmaatregelen verkeerde effecten zouden sorteren op de intermediatiecapaciteit van de banken en op het bancaire kredietaanbod in het eurogebied⁽¹⁾.

De weg naar prijsstabiliteit houdt risico's en kansen in

Door de gunstige financieringsvoorwaarden te bewaren, ondersteunde het monetair beleid de conjuncturele opleving in het eurogebied en beoogt de Raad zijn mandaat van prijsstabiliteit te realiseren. Dat zal het mogelijk maken het beleid te normaliseren zodat duurzame voorwaarden worden gecreëerd om het monetair beleid ook

bij toekomstige recessies een stabiliserende rol te laten spelen. De inzet van andere beleidsdomeinen is echter even onontbeerlijk.

Het lagerentebeleid heeft immers niet alleen voordelen op macro-economisch vlak; het impliceert mogelijk ook risico's voor de financiële stabiliteit. Het Eurosysteem volgt nauwgezet eventuele negatieve overloopeffecten van zijn soepel beleid, maar tot dusver lijken wijdverspreide risico's in het eurogebied beperkt te blijven. Specifieke kwetsbaarheden kunnen in sommige landen wel voorkomen, bijvoorbeeld op de huizenmarkt. Het prudentieel beleid beschikt echter over de beste instrumenten om die risico's als eerste aan te pakken. Op die manier kan het monetair beleid volop focussen op de prijsstabiliteit en aldus de voorwaarden scheppen om op termijn de nominale rentes te normaliseren. Dat werkt op zijn beurt de financiële stabiliteit in de hand.

Hoewel het monetair beleid de economische bedrijvigheid rond haar potentieel niveau helpt stabiliseren, heeft het weinig of geen hefboomen om op lange termijn een duurzame economische groei te garanderen. Daarbij spelen structurele en institutionele hervormingen alsook een groeivriendelijk en vertrouwenwekkend begrotingsbeleid een sleutelrol.

(1) Voor meer informatie, zie de Sola Perea M. en M. Kasongo Kashama (2017), 'Het negatieve rentebeleid in het eurogebied en het aanbod van bankkrediet', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 45-65.

Kader 2 – Welke factoren liggen sinds eind 2016 ten grondslag aan de veranderende financiële voorwaarden in het eurogebied?

In de herfst van 2016 stegen de nominale rentes op de overheids- en bedrijfsobligaties van het eurogebied. Die stijging zette zich aan het begin van 2017 voort. Nadien bleven de rentes grosso modo stabiel. Daarnaast liet de effectieve wisselkoers van de euro tijdens de lente en de zomer van 2017 een vrijwel continue stijging optekenen vooraleer hij zich stabiliseerde op een iets hoger niveau dan begin 2015, toen het Eurosysteem het aankoopprogramma aankondigde. Die beide vaststellingen lijken te wijzen op een aanscherping van de financiële voorwaarden. De stijgende waarderingen op de aandelenmarkten van het eurogebied over diezelfde periode lijken dit echter te nuanceren. In dit Kader worden de recente ontwikkelingen geïnterpreteerd aan de hand van een econometrisch model.

De hogere lange rente en de sterkere euro lijken het Eurosysteem tegen te werken in zijn betrachting om zeer gunstige financiële voorwaarden te scheppen die de inflatie in het eurogebied moeten doen terugkeren naar de doelstelling. Niet iedere aanscherping van de financiële voorwaarden impliceert echter een buitensporige en ongewenste verkrapping van het monetair beleid; veel hangt af van de aard van de schok die eraan ten grondslag ligt. Zo kunnen betere groei- en inflatieverwachtingen voor het eurogebied een duurdere wisselkoers of een hogere lange rente rechtvaardigen. Wanneer de financiële voorwaarden echter ongewenst door buitenlandse schokken worden aangescherpt of indien de financiële marktdeelnemers buitensporig reageren op nieuws, moet de centrale bank misschien wel ingrijpen om een gepaste monetairbeleidskoers te vrijwaren.



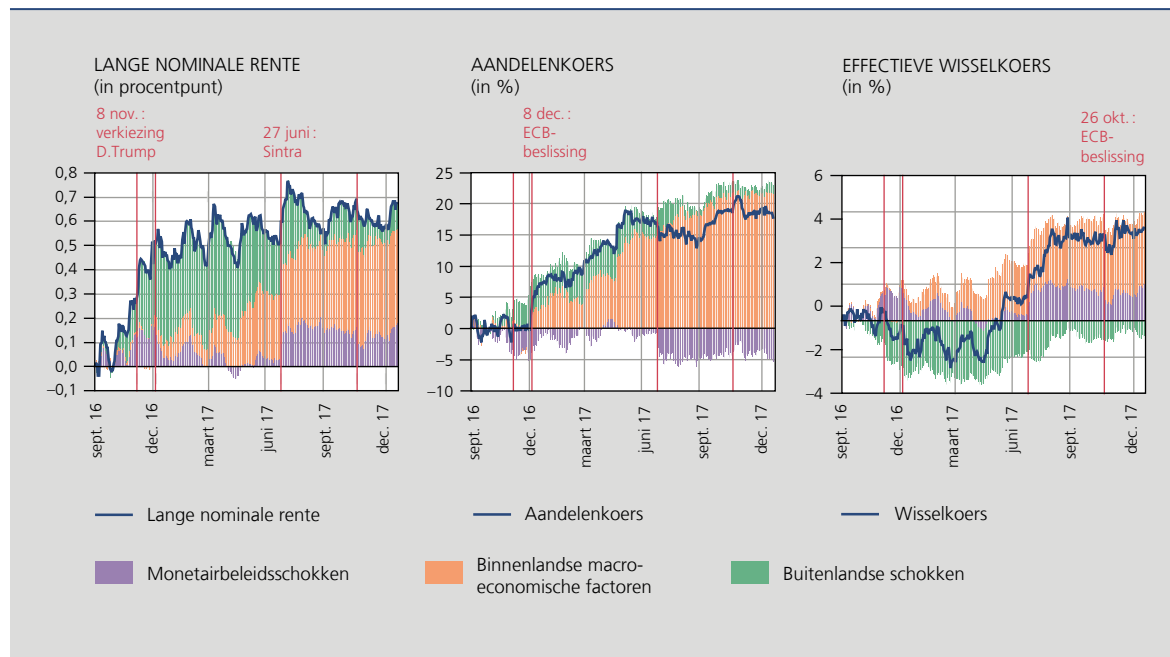
Voor het Eurosysteem is het dus belangrijk te weten welke schokken de vastgestelde aanscherping van de financiële voorwaarden hebben veroorzaakt.

Het hiertoe gebruikte vector-autoregressief model⁽¹⁾ geeft een beeld van de bijdrage die deze drie factoren – de binnenlandse macro-economische schokken, de buitenlandse schokken en de monetairbeleidsschokken – aan de gewijzigde financiële voorwaarden in het eurogebied hebben geleverd. Het model maakt gebruik van drie variabelen: de tienjaars risicoloze nominale rente van het eurogebied, de beursindex van het eurogebied en de wisselkoers van de euro tegenover 38 handelspartners. Op basis van theoretische aannamen worden vervolgens tekenrestricties opgelegd die de drie schokken identificeren. Zo wordt ervan uitgegaan dat restrictieve monetairbeleidsschokken ceteris paribus de rente verhogen, de aandelenprijzen verlagen en de euro in waarde doen stijgen. Positieve binnenlandse macro-economische schokken duwen de drie variabelen omhoog, en buitenlandse schokken sturen de rente in de tegenovergestelde richting van de wisselkoers. De schokken in dit model geven overigens enkel een beeld van hoe de financiële marktdeelnemers de stroom van economisch nieuws interpreteren. De analyse verschaft geen inzicht in de mate waarin de diverse schokken de onzekerheid, de risicoaversie of de waardering van risico's hebben beïnvloed. Daarenboven wordt enkel weergegeven in hoeverre de respectieve schokken bijgedragen hebben aan de verandering van de financiële voorwaarden sinds de herfst van 2016, niet hun totale bijdrage aan het niveau ervan. Over een langere periode is de bijdrage van de monetairbeleidsschok veel groter: het sinds de crisis gevoerd accommoderend monetair beleid heeft immers een belangrijke rol gespeeld in de versoepeling van de financiële voorwaarden.

(1) De methode is gebaseerd op die welke wordt gebruikt in Matheson en Stavrev (2014) *News and monetary shocks at a high frequency: A simple approach*, in twee ECB-toespraken uit 2017, namelijk *Calibrating unconventional monetary policy* en *Dissecting the yield curve: a central bank perspective* en in Budrys en Saint-Guilhem (mimeo).

FACTOREN DIE HET VERLOOP VERKLAREN VAN DE FINANCIËLE VARIABLEN VAN HET EUROGEBIED

(cumulatieve verandering sinds 1 september 2016)



Bronnen: ECB, Thomson Reuters, eigen berekeningen.

Uit de resultaten van het model blijkt dat buitenlandse schokken aan het begin van de onderzochte periode een dominante rol speelden in de verandering van de financiële voorwaarden in het eurogebied. De verkiezing van Donald Trump tot president van de Verenigde Staten en de daaraan verbonden verwachtingen inzake een nieuwe begrotingsstimulus – wat zich zou vertalen in een snellere verkrapping van het Amerikaans monetair beleid – duwden aldus niet alleen de Amerikaanse lange rentes omhoog, maar blijkbaar ook die van het eurogebied. Tegelijkertijd zorgden de buitenlandse schokken ook voor versoepeling: ze drukten de koers van de euro en deden de Europese beurzen opleven. In de loop van 2017 zwakte de impact van de buitenlandse schokken op de financiële variabelen echter sterk af. Dat weerspiegelt mogelijk de vertraging van de Amerikaanse economische groei alsook de neerwaarts bijgestelde verwachtingen ten aanzien van de begrotingsstimulus in de Verenigde Staten.

Vanaf de lente van 2017 waren het voornamelijk de betere groeieresultaten en -vooruitzichten van het eurogebied die de verdere stijging van de lange rente en het verbeterende beurs sentiment schraagden. Ze droegen ook in hoge mate bij aan de appreciatie van de euro tijdens de zomer. De impact op de inflatie verloopt via twee kanalen. Enerzijds bemoedigt de sterkere euro, via lagere invoerprijzen, de toename van de inflatie naar 2%. Anderzijds genereert een oplevende economie in principe ook opwaartse binnenlandse prijsdruk.

De bijdrage van monetairbeleidsschokken was kleiner en tot medio 2017, gemiddeld beschouwd, neutraal. Het Eurosysteem slaagde er aldus in de financiële voorwaarden gunstig te houden en zelf geen volatiliteit te creëren. Sinds de zomer veroorzaakte ook een monetairbeleidsschok echter enige verkrapping. De markten lijken de uitzetting van President Draghi tijdens het ECB-forum dat eind juni plaats had in Sintra immers als een verstrenging van het monetair beleid – of als een hint in die richting – te hebben geïnterpreteerd. Met de aankondiging in oktober 2017 om de monetaire stimulus nog geruime tijd voort te zetten, droeg het monetair beleid tijdelijk weer bij aan een versoepeling van de financiële voorwaarden.

Gelet op de belangrijke rol van binnenlandse factoren en omdat de verkrapping in de vorm van een hogere rente en een sterkere euro enigszins werd gecompenseerd door de hogere waardering op de aandelenmarkten, bleven de financiële voorwaarden in het eurogebied in 2017 al met al gunstig en bevorderlijk voor het herstel van de economische bedrijvigheid en de inflatie. Mochten de financiële voorwaarden toch onverenigbaar worden met een verdere stijging van de inflatie in de richting van de doelstelling, dan kan het aankoopprogramma qua omvang en/of duur worden uitgebreid. Dat engagement werd ook in 2017 na iedere vergadering van de Raad van Bestuur bevestigd.

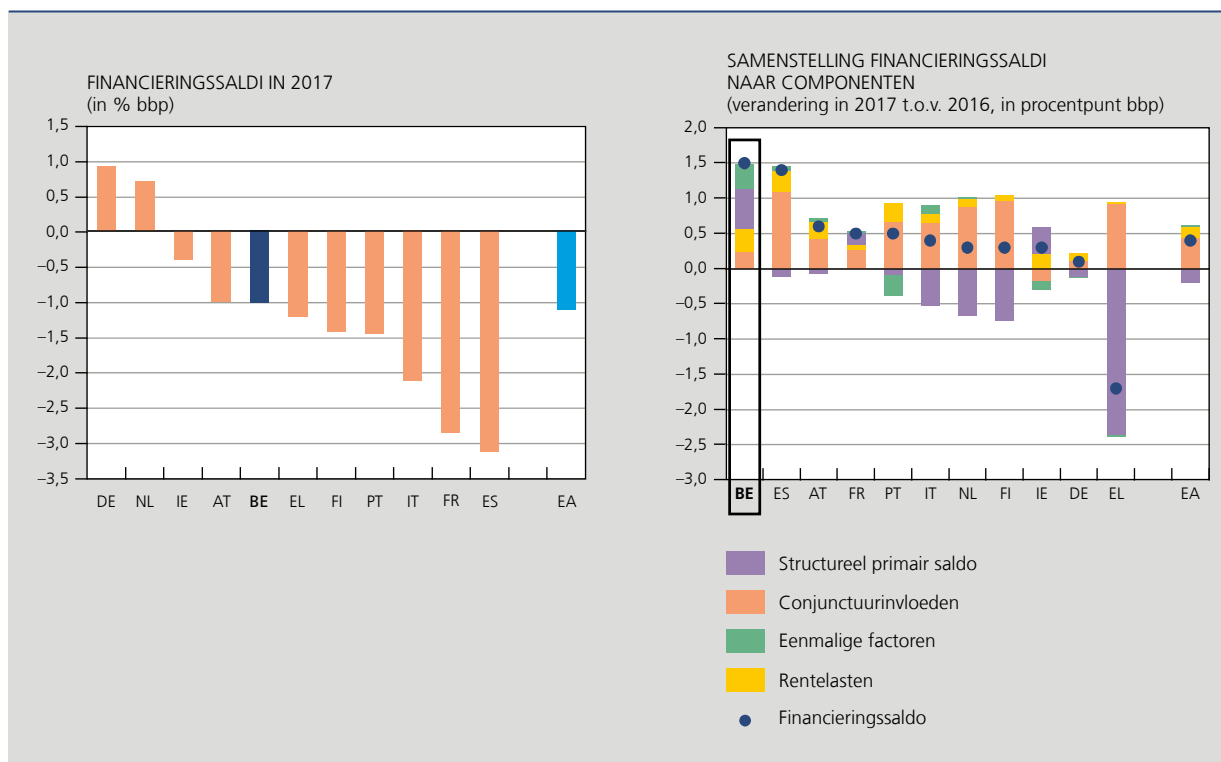
1.3 De gunstige economische omgeving aangrijpen om de EMU te versterken

De overheidsfinanciën in het eurogebied zijn aan de beterhand, maar tal van landen moeten nog een inspanning leveren

De robuuste en evenwichtige economische groei en de in 2017 geldende financiële voorwaarden creëren een gunstige omgeving om de grondvesten van het eurogebied en van de economieën waaruit het bestaat, te verstevigen. Door die omgeving kon weliswaar vooruitgang worden geboekt bij het wegwerken van de sinds de crisis opgebouwde onevenwichten, maar de draagwijdte ervan blijft tot dusver beperkt. Er zijn hervormingen nodig om het ontwikkelingspotentieel en de weerbaarheid van het eurogebied te vergroten, zowel inzake de governance van de Economische en Monetaire Unie (EMU) als inzake de werking van de economieën.

In het eurogebied als geheel is het overheidstekort verder verkleind, namelijk van 1,5% bbp in 2016 tot 1,1% bbp in 2017. Die verbetering was vooral te danken aan het feit dat de economie zich verder herstelde en dat, tegen de achtergrond van de zeer lage rente, de rentelasten terugliepen. Algemeen beschouwd, was het begrotingsbeleid licht expansief.

Het overheidssaldo verbeterde in de meeste eurolanden. Griekenland tekende, ondanks de sterker dan verwachte groei, opnieuw een begrotingstekort op. Dat tekort bleef niettemin flink onder de referentiewaarde van 3% bbp.



Bronnen: EC, NBB.

Een en ander houdt verband met het door de Griekse autoriteiten ten uitvoer gelegde begrotingsbeleid: de beperking van de overheidsuitgaven, onder meer op het gebied van de overheidsinvesteringen, en een aantal eenmalige factoren hadden er in 2016, in de context van een zich stabiliserende economie, toe geleid dat het primair overheidssaldo aanzienlijk hoger uitkwam dan het in het aanpassingsprogramma gestelde doel. In 2017 volgde evenwel een terugval. In haar herfstvooruitzichten ging de EC er niettemin van uit dat Griekenland de doelstelling inzake het primair overheidssaldo voor 2017 zou halen. De meeste landen van het eurogebied voerden overigens een expansief begrotingsbeleid, waardoor hun structureel primair begrotingssaldo verslechterde. Dat was vooral het geval in Finland, Nederland en Italië; in België, Ierland en Frankrijk, daarentegen, verstrakte het begrotingsbeleid. De conjunctuur sorteerde in bijna alle landen een gunstig effect en vrijwel overal vielen de rentelasten ietwat lager uit.

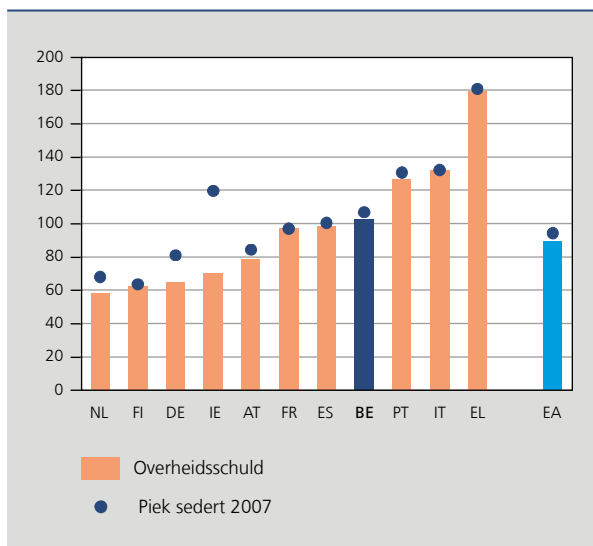
De overheidsschuld daalde in de meeste eurolanden; in Frankrijk en Italië bleef het schuldpeil echter min of meer stabiel. Al met al liep de overheidsschuld voor het eurogebied als geheel daardoor verder terug tot 89,3 % bbp.

Hoewel het begrotingstekort in Spanje verkleinde, overschreed het nog steeds de referentiewaarde van 3 % bbp. Bij de eurolanden was ook Frankrijk nog in een buitensporigtekortprocedure verwickeld in het kader van het correctieve gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact (SGP). Voor Portugal besloot de Raad van de EU in juni 2017 dat het buitensporig overheidstekort was weggewerkt; de procedure werd dan ook beëindigd. De buitensporigtekortprocedure voor Griekenland werd in september 2017 opgeheven dankzij de tijdens de afgelopen jaren door de Griekse overheid genomen begrotingsmaatregelen. In het kader van het lopende macro-economische aanpassingsprogramma blijven de Griekse overheidsfinanciën echter onder scherp toezicht. Al met al bevonden er zich eind 2017 dus nog slechts twee eurolanden in een buitensporigtekortprocedure, wat sterk contrasteert met de crisisjaren 2010-2011, toen dat slechts voor drie van de huidige negentien eurolanden niet het geval was.

Voor zestien eurolanden – namelijk alle negentien landen met uitzondering van Spanje, Frankrijk (in een buitensporigtekortprocedure) en Griekenland (in een aanpassingsprogramma) – wordt het toezicht op de overheidsfinanciën uitgeoefend in het kader van het preventieve gedeelte van het SGP. In dat kader moeten

GRAFIEK 13 DE OVERHEIDSSCHULD DAALDE IN DE MEESTE EUROLANDEN, MAAR ZE BELIEP GEMIDDELD NOG STEEDS BIJNA 90% BBP

(in % bbp, in 2017)



Bronnen: EC, NBB.

de EU-lidstaten een doelstelling op middellange termijn (MTO) nastreven. De MTO is een voor elk land specifieke referentiewaarde voor het structureel begrotingssaldo, die in overeenstemming is met gezonde overheidsfinanciën. Bij de vastlegging van de MTO's wordt rekening gehouden met, onder meer, de noodzaak om de overheidsschuld tot een houdbaar niveau terug te brengen. In 2017 liepen de inspanningen die de lidstaten dienen te leveren om hun respectieve MTO's te bereiken, nog steeds sterk uiteen. Zo beschikken enkele landen, waaronder Duitsland en Nederland, over een zekere budgettaire manoeuvreerruimte aangezien hun structureel begrotingssaldo de MTO overschrijdt. Daarentegen moeten tal van eurolanden, waaronder Italië en België, nog inspanningen leveren om die doelstelling te bereiken. In dat verband stelde de EC in november 2017 in haar algemene beoordeling van de ontwerpbegrotingsplannen van de eurolanden dat sommige lidstaten, waaronder België, het risico lopen significant af te wijken van het vereiste aanpassingspad in de richting van de MTO.

Ook in de private sector nemen de sinds de crisis geaccumuleerde kwetsbaarheden langzaam af

De uit de crisis voortvloeiende broosheid, die samenhangt met het buitensporig niveau van de schuldenlast van de private sector en met de in de portefeuille van sommige instellingen uit de banksector nog steeds aanwezige dubieuze vorderingen, bleef in het eurogebied een rem zetten

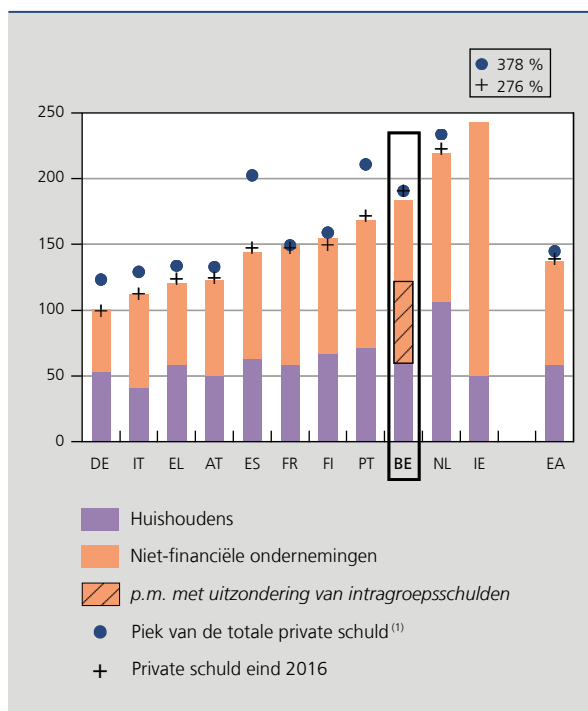
op de groei. Die broosheid bleef afnemen, zij het in een traag tempo.

De schulden van de niet-financiële private sector bereikten in het eurogebied in het algemeen, en in sommige landen in het bijzonder, een hoog peil. In een aantal landen ging het vooral om schulden van de niet-financiële ondernemingen. Dat was bijvoorbeeld het geval in Ierland, Nederland en België, waar de grensoverschrijdende financiële stromen worden opgedreven door de aanwezigheid, op hun grondgebied, van financiële entiteiten van multinationals. In andere landen zijn het de huishoudens die een aanzienlijke schuldenlast dragen.

De trendmatige daling van de in procenten bbp uitgedrukte schuld ratio die zich sinds 2015 in het eurogebied aftekent, hield in de eerste helft van 2017 aan. Die tendens was zeer duidelijk in Ierland als gevolg van, voornamelijk, de vermindering van de uitstaande schulden van de niet-financiële ondernemingen (actieve deleveraging). Ook in Portugal, Nederland, Spanje en Griekenland werden aanzienlijke dalingen opgetekend, zowel voor de huishoudens als voor de niet-financiële ondernemingen, maar dan voornamelijk als gevolg van de groei van het

GRAFIEK 14 DE SCHULD VAN DE NIET-FINANCIËLE PRIVATE SECTOR NEEMT IN GERINGE MATE AF

(geconsolideerde gegevens, in % bbp; 30 juni 2017, tenzij anders vermeld)



Bronnen: ECB, NBB.

(1) Sinds 1999 of eerste beschikbare gegevens, afhankelijk van het land.

bbp (passieve deleveraging). Ook in België nam die ratio in de eerste helft van 2017 enigszins af. Behalve aan de toename van het bbp, was de vermindering er echter integraal toe te schrijven aan de niet-financiële ondernemingen, als gevolg van een daling van de intragroepsschulden. De huishoudens, daarentegen, bleven hun schulden opvoeren, zoals meer gedetailleerd wordt toegelicht in Hoofdstuk 3. Anders dan in de andere landen, bleef de actieve leveraging van de ondernemingen in Finland en Frankrijk dynamisch, waardoor de ratio's opliepen. Duitsland is dan weer een atypisch geval: de schuldgraad van de private sector, die sinds 1999 voortdurend was teruggelopen, stabiliseerde er zich vanaf 2015 uiteindelijk op een laag niveau; in de eerste helft van 2017 nam hij zelfs zeer licht toe.

De banksector in het eurogebied moet ook de problemen uit het verleden oplossen teneinde opnieuw volop te kunnen zorgen voor een efficiënte allocatie van de financiering in alle landen. De rentabiliteit van sommige financiële instellingen wordt nog steeds gedrukt door overcapaciteit en door kosteninefficiënties, die door de lagerenteomgeving nog worden verscherpt. In sommige landen is dat probleem gerelateerd aan de omvang van de problemleningen in de krediet- en voorschottenportefeuilles. Het aandeel van die leningen in het eurogebied als geheel bleef tot het tweede kwartaal van 2017

krimpen tot het laagste niveau sinds eind 2014, maar de geografische verschillen blijven groot, met ratio's die variëren van minder dan 1% tot meer dan 40%. Het totale volume aan problemleningen is weliswaar teruggelopen ten opzichte van de piek van bijna € 1 100 miljard die begin 2015 werd opgetekend, maar het blijft hoog, namelijk ongeveer € 800 miljard.

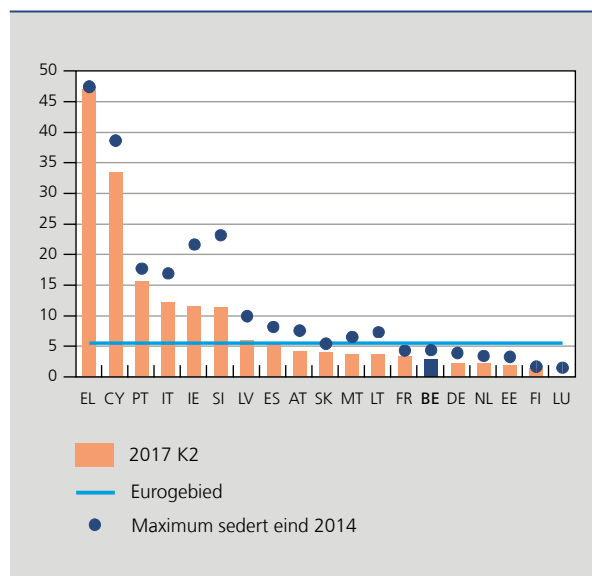
In juli 2017 keurde de Ecofin-Raad een actieplan goed om problemleningen te bestrijden. Ook de ECB steunde dat initiatief. In het kader van haar opdracht inzake bankentoezicht, stelde de ECB vast dat de banken de identificatie, de beoordeling, het beheer en de afschrijving (*write-off*) van problemleningen zeer uiteenlopend aanpakten. Ten behoeve van een coherente prudentiële strategie in het eurogebied, formuleerde de ECB in maart 2017 richtlijnen voor de banken met betrekking tot de behandeling van problemleningen. Daarin werden maatregelen, processen en best practices naar voren geschoven en werd de banken verzocht methoden uit te werken om die leningen te reduceren. In oktober 2017 werden die richtlijnen aangevuld met een addendum waarin de verwachtingen werden gepreciseerd betreffende de prudentiële voorzieningen voor nieuwe problemleningen vanaf 1 januari 2018.

De vooruitgang inzake de uitvoering van de agenda voor de verdieping van de EMU bleef beperkt

De economische en financiële crisissen waardoor Europa tussen 2008 en 2013 werd getroffen, legden sommige onvolkomenheden in de oorspronkelijke architectuur van de EMU bloot. Die imperfecties verhinderden de burger profijt te trekken van alle potentiële voordelen in termen van kansen en economische en sociale bescherming. Hoewel sindsdien heel wat vooruitgang is geboekt, zijn nog zware inspanningen nodig om de Unie te voltooien.

In juni 2015 had het verslag van de vijf voorzitters dat proces nieuw leven ingeblazen en werd een routekaart over de tot 2025 te volgen weg voorgesteld. In de lijn van dat verslag publiceerde de EC in mei 2017 een discussienota over de verdieping van de EMU waarin, aan de hand van een nieuw aantal stappen, concrete denksporen werden geherformuleerd. Sommige reeds bestaande voorstellen kunnen immers meer tijd vergen voor reflectie en teneinde voldoende steun van de lidstaten te verkrijgen om ze volledig te kunnen uitvoeren. Andere voorstellen, die reeds in hoge mate concreet zijn uitgewerkt, kunnen daarentegen gemakkelijk worden afgerond. De in de discussienota geformuleerde mogelijkheden beogen de voltooiing van een daadwerkelijke financiële unie en een hechtere integratie van de economische en budgettaire unie. Daarbij wordt ervan uitgegaan dat het verminderen van de risico's eigen aan elk van de bij de EMU betrokken partijen en

GRAFIEK 15 DE UITSTAANDE PROBLEMLENINGEN⁽¹⁾ BLIJVEN IN SOMMIGE LANDEN ZEER OMVANGRIJK
(in % van de totale leningen en voorschotten)



Bron: ECB.

(1) De ratio's van de problemleningen variëren naargelang van de in aanmerking genomen bronnen, als gevolg van verschillen in de definitie van problemleningen en in de afbakening van de banksectoren.

het opzetten van instellingen en procedures waarmee een risicodeling tussen de diverse partijen mogelijk wordt, hand in hand moeten gaan. Op 6 december 2017, ten slotte, stelde de EC een aantal mededelingen voor waarin nieuwe fases werden beschreven op weg naar de verwezenlijking van de EMU. Die nieuwe voorstellen betreffen vooral de oprichting van een in het juridisch kader van de Unie verankerd Europees Monetair Fonds (EMF), nieuwe begrotingsinstrumenten ten behoeve van een versterkte stabiliteit in het eurogebied en, ten slotte, het bepalen van de eventuele functies van een Europees minister van Economische Zaken en Financiën.

Sinds de oprichting van de bankenunie, is ter zake heel wat vooruitgang geboekt, met name het opzetten van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) en het Gemeenschappelijk Afwikkelingsmechanisme (Single Resolution Mechanism – SRM). Zoals wordt toegelicht in Kader 14 (deel 'Prudentiële regelgeving en prudentieel toezicht') van dit Verslag, zijn niettemin twee belangrijke elementen nog hangende. Om te beginnen wordt, krachtens het nieuwe kader van de EU inzake de afwikkeling van kredietinstellingen, bepaald dat de afwikkelingen worden gefinancierd door de aandeelhouders en de schuldeisers van de bewuste bank alsook, indien nodig, door een Gemeenschappelijk Afwikkelingsfonds (Single Resolution Fund – SRF) dat wordt vooruitgefinancierd door de banksector. Mochten verscheidene banken tegelijkertijd met ernstige problemen af te rekenen krijgen, dan kan dat Fonds echter ontoereikend blijken. Vanaf december 2013 werd derhalve overeengekomen dat de lidstaten het zouden aanvullen met een gemeenschappelijke *backstop* die budgettair neutraal zou zijn – iedere eventuele uitbetaling moet op middellange termijn door de banksector worden terugbetaald – en pas in laatste instantie beschikbaar zou worden. Het Europees Stabiliteitsmechanisme (European Stability Mechanism – ESM) werd voorgesteld als de natuurlijke kandidaat voor een dergelijke financiële steun en in december 2017 suggereerde de EC in dat verband dat het ESM geleidelijk zou kunnen worden omgevormd tot een EMF. Voorts zou een Europees Depositogarantiestelsel (European Deposit Insurance Scheme – EDIS), dat de derde pijler van de bankenunie zou uitmaken, waarborgen dat alle spaarders van het eurogebied inzake depositorekeningen een hoger en identiek beschermingsniveau genieten.

Met de instelling van een Kapitaalmarktenunie (Capital Markets Union – CMU) wordt beoogd de diverse nationale financiële ecosystemen te integreren en het huidige systeem minder afhankelijk te maken van het bankkanaal. Zo zou de private sector gebruik kunnen maken van meer gediversifieerde en beter aan zijn projecten aangepaste financieringsbronnen of beleggingsmogelijkheden. De

algemene weerbaarheid van de financiële sector en het vermogen tot grensoverschrijdende risicodeling door de private sector zouden aldus aanzienlijk worden versterkt. In een actieplan van 2015 werden de prioriteiten vastgelegd die de inwerkingtreding van de CMU tegen 2019 mogelijk zouden maken. Sindsdien zijn, conform de geplande timing, een aantal maatregelen genomen, bijvoorbeeld de vernieuwing van het wetgevend kader betreffende risicokapitaal en effectiseringstransacties, en het uit de weg ruimen van sommige nationale obstakels die te maken hebben met de verschillen tussen de processen inzake de herstructurering en de insolventie van ondernemingen. Het vooruitzicht van het vertrek, als gevolg van de brexit, van het grootste Europees financieel centrum uit de gemeenschappelijke markt beklemtoonde de behoefte om dat programma te consolideren. Zo publiceerde de EC in juni 2017 een tussentijds onderzoek waarin de balans wordt opgemaakt van de geboekte vooruitgang en waarin het actieplan wordt bijgewerkt. Daardoor worden een aantal nieuwe prioritaire maatregelen met een scorebord centraal gesteld. Het gaat om de versteviging van het toezichtskader voor de kapitaalmarkten, de proportionaliteit van de regels betreffende de beursgenoteerde kleine ondernemingen en de beleggingsondernemingen, het wegnemen van de laatste belemmeringen voor grensoverschrijdende investeringen, de consolidatie van de dominante positie van de EU inzake duurzame investeringen en de ondersteuning van de ontwikkeling van de financiële technologie (FinTech).

In het verslag van de vijf voorzitters uit 2015, dat diverse denksporen bevatte, werd gewezen op het feit dat de economische en budgettaire unie zou moeten evolueren naar meer convergentie van de economische en sociale structuren van de landen uit het eurogebied. In het kader daarvan werd het voorstel van een macro-economische stabilisatiefunctie voor het eurogebied naar voren geschoven. Gelet op de crisissen uit het verleden, kan immers onmogelijk worden gegarandeerd dat alle risico's kunnen worden uitgeschakeld en dat alle economische schokken ordelijk kunnen worden opgevangen, zelfs in de reeds weerbare economieën met voldoende flexibele arbeidsmarkten en gezonde overheidsfinanciën. Zoals vermeld in de discussienota van de EC van mei 2017, zou aldus een Europese stabilisatiefunctie kunnen worden overwogen ter aanvulling van de stabiliserende rol van de nationale begrotingen en van het monetair beleid. In dat opzicht worden in de mededeling van de EC van december 2017 nieuwe begrotingsinstrumenten voorgesteld. Eén daarvan, een ad-hocinstrument, waarin financieringsbronnen op EU-niveau worden samengebracht, zou steunen op het principe van een Europees stelsel voor investeringsbescherming en zou automatisch in werking treden bij een ernstige asymmetrische schok, op voorwaarde dat aan

strenge toelatingscriteria wordt voldaan. Het zou om een gemengde steun gaan, gebaseerd op de toekenning van leningen door de EU-begroting en het EMF, en op een gedeelte 'subsidiesteun' verleend door de EU-begroting, eventueel aangevuld met een op vrijwillige bijdragen van de lidstaten gebaseerd verzekeringsmechanisme.

De nodige maatregelen nemen om het potentieel van de economieën van het eurogebied te vergroten

Hoewel de op Europees niveau genomen initiatieven een belangrijke rol vervullen, schieten ze toch tekort om te kunnen garanderen dat de economieën van het eurogebied voldoende goed functioneren om de welvaart van de burgers te waarborgen. Het economisch beleid is vooral een zaak van de lidstaten en de uitdagingen om de vertragende tendens van de potentiële groei te keren, de economieën weerbaarder te maken en meer personen bij die ontwikkeling te betrekken, zijn groot. Het herstel van de potentiële groei kan ook zichzelf in de hand werkende mechanismen tussen geringere groei en zwakke investeringen doorbreken en kan de schuldafbouw van de overheid en de private sector ondersteunen.

De afgelopen decennia is de potentiële groei in het eurogebied, net als in de andere geavanceerde economieën zoals de Verenigde Staten en Japan, echter trendmatig vertraagd. Terwijl hij reeds sinds de jaren tachtig onder het

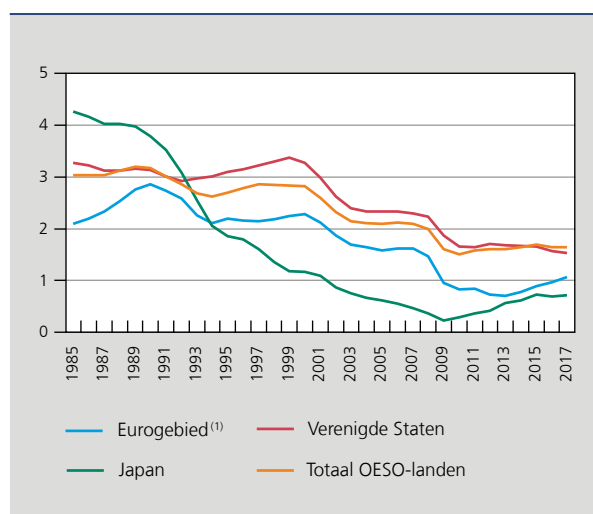
gemiddelde van de OESO-lidstaten lag, liep hij in meerdere stappen verder terug en tijdens de crisis in 2008-2012 werd hij nog sterker en langduriger aangetast dan elders, waardoor hij aan het begin van het huidige decennium onder de 1% op jaarbasis uitkwam. In de Verenigde Staten en gemiddeld beschouwd in de landen van de OESO, daarentegen, bleef hij, met meer dan 1,5%, ruim hoger.

Sommige nieuwe activiteiten, onder meer inzake de digitale technologie, kunnen in de statistieken moeilijk correct worden gevat, waardoor de onzekerheid over de precieze kwantificering van de potentiële groei kan toenemen en deze laatste misschien wordt onderschat. De algemene vaststelling van een sterke vertraging in de potentiële groei van het eurogebied en van de achterstand ten opzichte van andere geavanceerde landen blijft echter over-eind. De potentiële groei wordt beïnvloed door de diverse productiefactoren die kunnen worden ingezet, meer bepaald het beschikbaar arbeidsvolume en het beschikbaar kapitaal, en door de efficiëntie waarmee dat gebeurt. Inzake arbeid gaat het onder meer om de omvang van de beroepsbevolking (die bijvoorbeeld wordt beïnvloed door de vergrijzing), maar ook om de vaardigheden van die arbeidskrachten (het 'menselijk kapitaal') en de mate waarin de kenmerken van het arbeidsaanbod overeenstemmen met de vereisten van de arbeidsvraag (de mismatches). De productiefactor kapitaal, die complementair is met de factor arbeid, incorporeert veel innovatie en technologische vooruitgang. De voortdurende creatie en vernietiging van ondernemingen en arbeidsplaatsen is dan weer van belang voor de efficiëntie waarmee de (her)allocatie van productiemiddelen tussen bedrijfstakken en ondernemingen plaatsvindt.

Zo kan een inefficiënte regelgeving voor de product-, arbeids- en financiële markten de herallocatie van middelen en de concurrentie tussen bedrijven onnodig afremmen, zonder dat die regelgeving haar oorspronkelijk doel noodzakelijkerwijs beter bereikt. Vooral de dienstensector zou daaronder te lijden hebben. Daarnaast heeft de crisis in bepaalde landen de toegang tot krediet voor jonge en vaak zeer productieve ondernemingen beperkt.

Het beleid moet een verbetering beogen van het klimaat voor investeringen, innovaties en de verspreiding van technologie, alsook een herallocatie van middelen naar de meest productieve investeringen. Daarbij kan de verbetering van de institutionele omgeving een rol spelen, onder meer via efficiëntere afwikkelingsmechanismen voor insolvente ondernemingen, waardoor failerende ondernemingen vlotter verdwijnen en de erin aangewende productiefactoren opnieuw efficiënt kunnen worden ingezet. Op de productmarkten moeten de resterende belemmeringen voor de toetreding van nieuwe

GRAFIEK 16 DE POTENTIËLE GROEI IN HET EUROGEBIED IS DE AFGELOPEN DECENNIA TRENDMATIG GEDAALD
(volumegegevens, jaarlijkse veranderingspercentages)



Bron: OESO.

(1) Gemiddelde van de zestien eurolanden die lid zijn van de OESO, dat is het eurogebied met uitzondering van Cyprus, Malta en Litouwen.

ondernemingen verder worden afgebouwd. Ook andere structurele hervormingen verdienen aanbeveling, bijvoorbeeld hervormingen gericht op een verbetering van het ondernemingsklimaat, een verscherping van de concurrentie, een verhoging van de efficiëntie en een betere vorming van menselijk kapitaal.

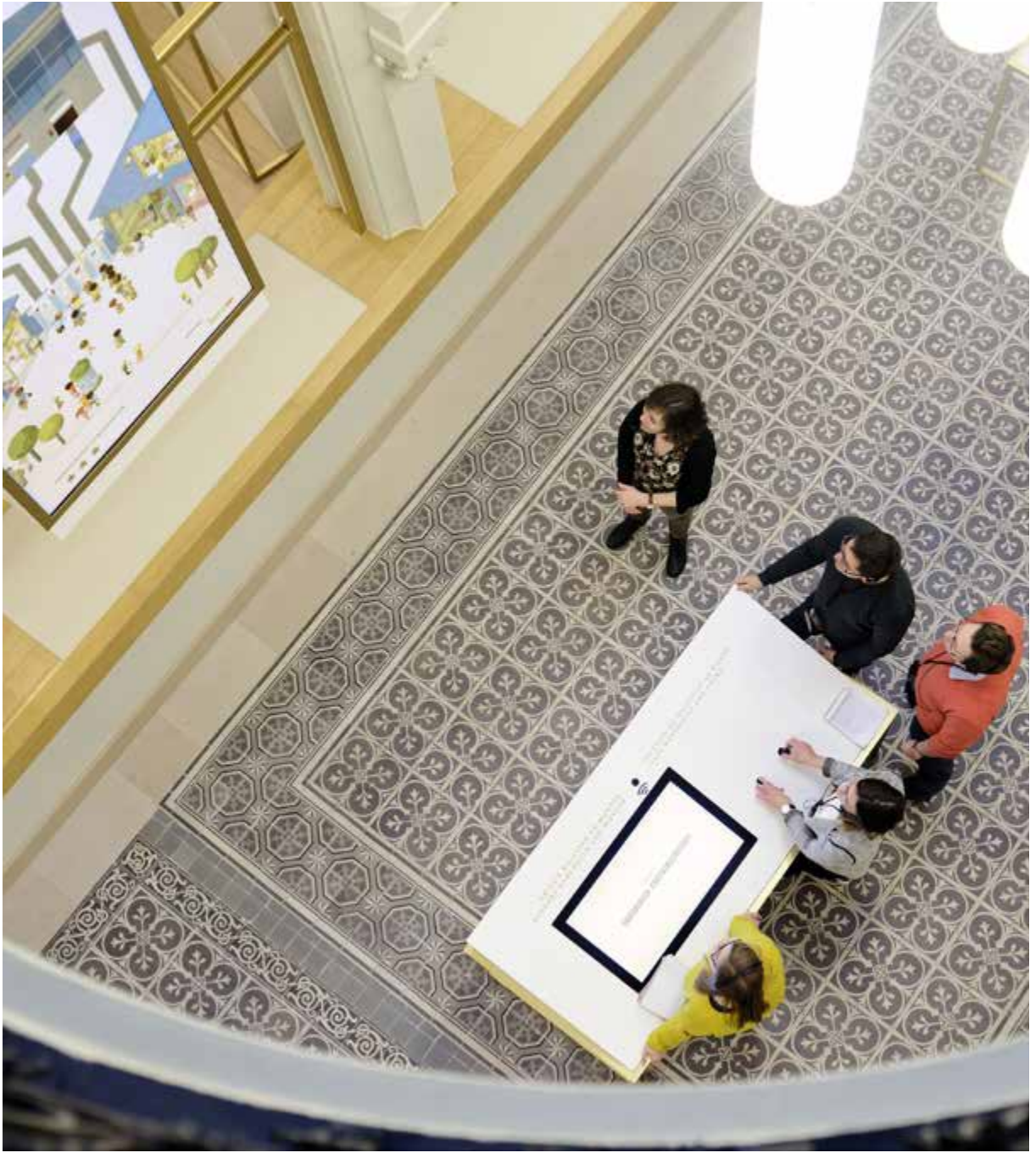
Er moet tevens worden ingezet op een vlottere werking van de arbeidsmarkt en op een verhoging van de arbeidsparticipatie, onder meer van jongere en oudere arbeidskrachten, en van vrouwen, laaggeschoolden en migranten. Afhankelijk van de specifieke factoren die de inschakeling van die groepen bemoeilijken, moeten de nodige maatregelen worden genomen. Zo moeten sommige groepen beter inzetbaar worden gemaakt (bijvoorbeeld door het op peil houden of het verhogen van de vaardigheden van ouderen en laaggeschoolden), moeten de mogelijkheden inzake kinderopvang worden verbeterd, moeten de verschillen tussen de bruto- en de nettolonen, vooral voor de lage lonen, verder worden verkleind en moet discriminatie worden bestreden. Daarnaast zijn verdere hervormingen nodig in diverse domeinen zoals pensioenen, onderwijs en opleiding.

Consistente hervormingspakketten van complementaire maatregelen in diverse domeinen, bijvoorbeeld op de arbeids- en de productmarkten, bieden overigens een grotere groeistimulans dan losse maatregelen. Het bepalen van de prioriteiten en van de volgorde die bij de tenuitvoerlegging van de structurele hervormingen moeten worden gehanteerd, is van groot belang voor de optimalisatie van de effecten op korte en middellange termijn, alsook voor een ruime verdeling ervan over de inkomensgroepen. Hervormingen van de arbeidsmarkt moeten daarbij worden voorafgegaan door – of toch ten minste gepaard gaan met – hervormingen van de productmarkten teneinde de transmissie van loon- naar prijsaanpassingen te verzekeren. Ook raadt met name de OESO aan om, wat de arbeidsmarkt betreft, hervormingen van de stelsels voor arbeidsbescherming en werkloosheidsuitkeringen steeds te combineren met maatregelen voor activering, omscholing en wedertewerkstelling.

In een aantal lidstaten zijn reeds een aantal structurele maatregelen genomen. Dat gebeurde echter vooral in de landen die zwaar door de crisis werden getroffen. In de andere landen waren er weinig structurele hervormingen, waardoor het economisch potentieel er niet ten volle wordt benut. De follow-up van de tenuitvoerlegging, in de lidstaten, van de maatregelen om te beantwoorden aan de jaarlijkse aanbevelingen in het kader van het Europees semester geeft aan dat dit onvoldoende gebeurt. Er moet dus in alle landen van het eurogebied verdere vooruitgang worden geboekt om de potentiële groei nog veel sterker te herstellen.

De afgelopen jaren zijn in de EU verscheidene initiatieven genomen om de uitvoering van dergelijke maatregelen te bevorderen. Zo moeten de nationale productiviteitsraden, waarvan de oprichting door de Raad van de EU in 2016 werd aanbevolen, in de toekomst structurele hervormingen stimuleren. Indien de nationale autoriteiten en de burgers zelf overtuigd zijn van de noodzaak tot hervormen – dat is de zogeheten ‘toe-eigening’ (‘ownership’) van de hervormingen door de lidstaten – zullen ze immers meer bereid zijn de betreffende maatregelen te nemen. Ook de mededeling die de EC op 6 december 2017 deed over nieuwe begrotingsinstrumenten voor een stabiel eurogebied binnen het kader van de Unie, beoogt onder meer de nationale structurele hervormingen te bevorderen. Daartoe zou na 2020 een nieuw hervormingsinstrument worden uitgewerkt ter ondersteuning van door de lidstaten toegezegde hervormingen. De EC stelt voor om, bij wijze van test, de lidstaten vooraf reeds meer mogelijkheden te bieden om een deel van de Europese structuur- en investeringsfondsen aan te wenden voor de ondersteuning van tijdens het Europees semester overeengekomen hervormingen. Voorts zou worden voorzien in technische bijstand op maat en op verzoek van de landen.

Tot slot dient nogmaals het belang van de voltooiing van de CMU te worden beklemtoond teneinde de toegang tot alternatieve financiering voor innovatieve projecten te vergemakkelijken.



Economische ontwikkelingen in België