

# VERSLAG 2019

Preambule



# Inhoud

<b>Verslag voorgesteld door de gouverneur namens de Regentenraad</b>	<b>9</b>
<b>I. Economische en financiële ontwikkelingen</b>	<b>35</b>
<b>1. Wereldeconomie en eurogebied</b>	<b>37</b>
1.1 De wereldeconomie vertraagde in 2019 opnieuw	39
1.2 De bedrijvigheid in het eurogebied voelde de verslechterende mondiale conjunctuur, maar de arbeidsmarkt bleek veerkrachtig	48
<i>KADER 1 – De uiterst lage rente: een mondiaal en structureel verschijnsel</i>	57
<b>2. Monetair beleid van het Eurosysteem</b>	<b>63</b>
2.1 In het licht van de verslechterde vooruitzichten inzake prijsstabiliteit, heeft de Raad van Bestuur van de ECB in 2019 nieuwe maatregelen genomen	65
2.2 De monetairbeleidsbeslissingen van 2019 verlengen de monetaire versoepeling	69
<i>KADER 2 – Een innovatie in de monetairbeleidsbeslissingen van 2019: het tweeledig systeem voor de vergoeding van reserves</i>	72
2.3 De financieringsvoorwaarden in het eurogebied bleven bijzonder soepel	75
2.4 Het uitstel van de monetairbeleidsnormalisatie roept vragen op	81
<b>3. Economische ontwikkelingen in België</b>	<b>85</b>
3.1 De Belgische economie vertraagde minder sterk dan die van het eurogebied	87
3.2 De binnenlandse vraag bleef in België de belangrijkste groeimotor	91
<i>KADER 3 – Het aanbod van woningen en de effecten ervan op de vastgoedmarkt</i>	97
3.3 De arbeidsmarkt bleef dynamisch	105
<i>KADER 4 – De demografische uitdaging tegen de achtergrond van een lage arbeidsmarktparticipatie</i>	113
3.4 De loonkosten in de private sector namen verder toe	115
<i>KADER 5 – De loonwag op lage lonen</i>	118
3.5 De totale inflatie is sterk gedaald, hoewel de onderliggende inflatie licht is aangetrokken	123

<b>4. Financiële ontwikkelingen</b>	<b>131</b>
4.1 Een investeringsbevorderlijk klimaat dat echter uitdagingen inhoudt voor de financiële sector	133
4.2 De lage rente stimuleerde de groei van de bankkredieten	134
4.3 De expansie van de kredietcyclus noopt tot waakzaamheid	140
<i>KADER 6 – Macroprudentiële maatregelen van de Bank</i>	141
4.4 Het spaar- en beleggingsgedrag van de gezinnen werd beïnvloed door de lage rentetarieven en door de onzekerheid	146
<i>KADER 7 – Beleggingsfondsen als voornaamste instrumenten van niet-bancaire financiële intermediaatie in België</i>	148
4.5 Duurzamere bedrijfsmodellen, eerder dan een zoektocht naar rendement, moeten de winstgevendheid van de banken schragen	150
4.6 De verzekeringssector bleef in 2019 robuust	163
4.7 Nieuwe structurele uitdagingen voor de financiële sector	168
<b>5. Overheidsfinanciën</b>	<b>171</b>
5.1 De uitdagingen voor de Belgische overheidsfinanciën blijven groot	173
<i>KADER 8 – Welk begrotingsbeleid wordt het best gevoerd bij een eventuele conjunctuurverzwakking?</i>	179
5.2 Forse daling van de ontvangsten en lichte stijging van de primaire uitgaven in 2019	183
5.3 De overheidsschuld blijft hoog, terwijl de rentelasten dalen als gevolg van de lage rente	193
<b>6. De economie van vandaag versterken en afstemmen op die van morgen</b>	<b>199</b>
6.1 België staat voor meerdere veranderingen	201
6.2 Zich voorbereiden op een nieuwe organisatie van de productiemethoden	203
<i>KADER 9 – De geraamde macro-economische gevolgen van een zachte en een harde brexit</i>	205
6.3 Naar een klimaatneutrale economie	221
6.4 Menselijk kapitaal: bouwen aan de toekomst via een kwantitatieve en kwalitatieve verbetering van het arbeidsaanbod	229
<i>KADER 10 – Verloop van de aanvullende indicatoren naast het bbp</i>	240
<b>II. Prudentiële regelgeving en prudentieel toezicht</b>	<b>247</b>
<b>A. Inleiding</b>	<b>249</b>
<b>B. Operationeel toezicht</b>	<b>251</b>
1. Banken	251
1.1 Cartografie van de sector	251
1.2 Toezichtsprioriteiten	253
<i>KADER 11 – Stresstests</i>	254
2. Verzekeringsondernemingen	256
2.1 Cartografie van de sector	256
2.2 Toezichtsprioriteiten	256
<i>KADER 12 – Stresstests en knipperlichtvoorzieningen</i>	260
3. Financiële marktinfrastructuren en betalingsdiensten	261
3.1 Cartografie van de sector	261
3.2 Toezichtsprioriteiten	263
<b>C. Regelgevend en wettelijk kader</b>	<b>267</b>
1. Banken	267
1.1 Verdere versterking van de bankenunie en kapitaalmarktenunie	267
1.2 Omzetting Bazel III in Europa	268
1.3 Omzetting <i>Risk Reduction Package</i> en nieuw prudentieel kader voor beleggingsondernemingen	270

1.4	Proportionaliteit in het bancaire toezicht en de bancaire regelgeving	270
1.5	Nieuwe regels inzake uitbesteding	271
1.6	Monitoring van de kwaliteit van EMIR-gegevens	271
1.7	Integratie van aspecten inzake de strijd tegen het witwassen van geld en de financiering van terrorisme in het prudentieel banktoezicht	271
2.	Verzekeringsondernemingen	273
2.1	Internationale werkzaamheden	273
2.2	Nationale werkzaamheden	274
3.	Sectoroverschrijdende aspecten	276
3.1	Voorkoming van witwassen van geld en financiering van terrorisme	276
3.2	Impact van het nieuw vennootschapsrecht op de beginselen inzake deugdelijk bestuur in de financiële sector	280
3.3	Erkenning van revisoren voor de sector van de betalingsinstellingen en de instellingen voor elektronisch geld	281
3.4	Brexit	282
<b>D.</b>	<b>Afwikkeling</b>	<b>285</b>
1.	Wet- en regelgevend kader	286
2.	Afwikkelbaarheid van kredietinstellingen en beursvennootschappen	286
3.	Ontwikkeling van crisisbeheersingscapaciteit en operationalisering van de afwikkelingsinstrumenten	288
4.	Vaststelling van mechanismen voor de financiering van de afwikkeling	288
<b>E.</b>	<b>Digitalisering</b>	<b>291</b>
1.	Open Banking	291
2.	Wereldwijde <i>stablecoins</i>	292
3.	Cyber- & IT-risico's	293
3.1	Verdere toename van cyber- en IT-gerelateerde dreigingen	293
3.2	Richtsnoeren	294
3.3	Operationele activiteiten	294
	<b>Bijlagen</b>	<b>297</b>
	Methodologische toelichting	299
	Conventionele tekens	301
	Afkortingen	303



# Verslag voorgesteld door de gouverneur namens de Regentenraad

In dit namens de Regentenraad uitgebrachte verslag bespreekt de gouverneur de voornaamste economische en financiële ontwikkelingen van 2019, alsook de beleidsuitdagingen die erdoor aan het licht kwamen. In het eerste hoofdstuk wordt stilgestaan bij de conjuncturele afkoeling die 2019 kenmerkte en die in hoge mate werd veroorzaakt door de onzekerheid over het handelsbeleid. Ze gaf aanleiding tot nieuwe versoepelingen van het monetair beleid, onder meer in de Verenigde Staten en in het eurogebied. In het tweede hoofdstuk wordt de monetaire stimulans in het eurogebied onder de loep genomen en wordt uitgelegd waarom een symmetrische invulling van het mandaat inzake prijsstabiliteit zo belangrijk is. In het derde hoofdstuk wordt beschreven hoe, tegen de achtergrond van de economische ontwikkelingen van 2019 en de uitdagingen voor de toekomst, de beleidsmix in België het best wordt samengesteld. Daaruit blijkt dat er geen ruimte is voor een begrotingsimpuls, maar dat de hinderpalen voor een duurzame en inclusieve groei uit de weg moeten worden geruimd. Hoofdstuk 4 bevat een analyse van de toestand van de financiële sector en toont hoe regelgeving en prudentieel beleid die sector robuust kunnen houden in het licht van zowel de persistente lagerenteomgeving als andere structurele uitdagingen. De daaropvolgende delen van het verslag van de Nationale Bank van België reiken voor al die domeinen meer omstandige informatie en analyse aan.

## 1. De economie in 2019: krimpende groei, afwezigheid van inflatoire druk en bijzonder lage rentes

### *De groei van de mondiale economie vertraagde tot het laagste peil sinds de crisis*

1. In 2019 zette de reeds in 2018 begonnen groeivertraging zich in de meeste belangrijke economieën voort. Wereldwijd groeide de economie dan ook met amper 2,9%. Dat was niet alleen minder dan in 2017 toen de groei nog 3,8% beliep, het was ook het laagste cijfer sinds de financiële crisis. De groeivertraging trof zowel de opkomende als de geavanceerde economieën en maakte dat tal van centrale banken, waaronder de Federal Reserve en het Eurosysteem, het aangevatte of in het vooruitzicht gestelde proces van normalisatie van het monetair beleid ombogen en overgingen tot een nieuwe versoepeling.
2. De forse vertraging van het groeitempo vindt haar oorsprong vooral in het verder optrekken van de handelsbarrières tussen de Verenigde Staten en China en in de naar aanleiding daarvan ontstane grote onzekerheid over het handelsbeleid en, bij uitbreiding, over de hele economische en geopolitieke wereldorde. De Verenigde Staten dreigen bovendien met tariefverhogingen

*De forse vertraging van het groeitempo vindt haar oorsprong vooral in de grote onzekerheid over het handelsbeleid*

op de invoer van wagens, wat voor de Europese Unie zware gevolgen zou hebben. Aan het einde van het jaar ontspande de situatie zich enigszins en in december sloten de Verenigde Staten en China een akkoord waarbij ze op een deel van de tariefverhogingen terugkwamen. Ook de brexit zorgde het hele jaar lang voor veel nervositeit. Nu het Verenigd Koninkrijk de EU heeft verlaten, blijft de onzekerheid over de precieze draagwijdte van een toekomstig handelsakkoord tussen beide. Het is immers onwaarschijnlijk dat tegen eind 2020 een allesomvattend vrijhandelsakkoord kan worden bereikt. De tariefverhogingen impacteren niet enkel de rechtstreeks betrokken economieën, maar ook derde landen die deel uitmaken van de getroffen productieketens. Ze verstoren bovendien de organisatie van die ketens, terwijl die zo reeds onder druk staat van technologische ontwrichtingen en het vooruitzicht op strengere eisen in het kader van de klimaatuitdaging. Een en ander zorgt voor veel onzekerheid, die de doorgaans handelsintensieve investeringen heeft afgeremd en zich gevoegd heeft bij de meer structurele tendensen die maken dat de wereldeconomie vertraagt. Denken we daarbij aan de lage productiviteitswinsten en de vergrijzing van de bevolking. Deze factoren spelen ook in tal van opkomende economieën die, dankzij hun inhaalbeweging, de afgelopen twee decennia nog een krachtige groeimotor waren. Met name in China werden ze nog in de hand gewerkt door de heroriëntering van de economie naar meer consumptie, minder investeringen en het terugdringen van de schuldhefboom van vooral de overheidsbedrijven. Dat zette extra druk op de investeringen, terwijl ook de vraag naar auto's er fors terugliep omdat de fiscale prikkels voor de aankoop ervan wegvielen.

3. Het waren dan ook vooral de verwerkende nijverheid – in het bijzonder de productieketens van investeringsgoederen en auto's – en de daarmee gepaard gaande handelsstromen die er fors op achteruitgingen. De dienstensector bleef het daarentegen vrij goed doen en in het verlengde daarvan bleef ook de arbeidsmarkt robuust, wat de consumptie schraagde. Ook het begrotingsbeleid zorgde voor enige ondersteuning, zowel in China als in de Verenigde Staten en het eurogebied. Dat patroon van divergentie tussen de verwerkende nijverheid en de diensten was een wereldwijd verschijnsel, al ging het mettertijd wat vervagen. Enerzijds waren er aan het einde van het jaar indicaties dat de handel en de verwerkende nijverheid hun bodem bereikten. Anderzijds waren er op datzelfde ogenblik tekenen die wezen op een zekere besmetting van de diensten, de arbeidsmarkt en het consumentenvertrouwen. Terwijl er in de meeste projecties – ook in die van het Eurosysteem – wordt van uitgegaan dat de groei zich de komende jaren geleidelijk zal herstellen, blijven de risico's veeleer neerwaarts gericht. Een nieuwe opflakking van de handels- en/of geopolitieke spanningen kan het verwachte herstel in de verwerkende nijverheid fnuiken. Bovendien zou dat het risico op een ergere besmetting van de andere sectoren van de economie vergroten en de financiële markten volatieler maken, met een aanscherping van de financieringsvoorwaarden tot gevolg. Deze laatste bleven gedurende heel 2019 bijzonder gunstig, wat de binnenlandse vraag fors ondersteunde. De ommekeer in de monetairbeleidsoriëntatie temperde immers de weerslag van de handelsspanningen op de financiële markten en zorgde voor extra versoepeling, wat scherp afstak tegen wat zich voordeed aan het einde van 2018, toen de nervositeit op de financiële markten fors toenam.

*Duidelijke impact op de groei in het eurogebied – vooral in Duitsland, minder in België*

4. Tegen die achtergrond liet de groei in het eurogebied een forse vertraging optekenen van 2,5 % in 2017 tot respectievelijk 1,9 en 1,2 % in 2018 en 2019. Dat was vooral toe te schrijven aan de sterke achteruitgang van de Duitse economie. De groei verzwakte er tot 0,5 %. De verwerkende nijverheid en de uitvoer spelen er immers een belangrijke rol, veel



meer dan elders in het eurogebied. Bovendien werd de bedrijvigheid gedrukt door zowel de geografische oriëntatie van de Duitse uitvoer – in hoge mate gericht op de Chinese afzetmarkt – als de productspecialisatie ervan – sterk gesteund op kapitaalgoederen en auto's. In 2017 waren die beide factoren nog een troef gebleken. Daarenboven liep de autoproductie er verhoudingsgewijs sterker terug dan de mondiale vraag naar auto's. Dat kwam voor een deel door tijdelijke productieverstoringen, maar ook omdat er minder vraag was naar Duitse wagens. Aan het einde van het jaar werden ingrijpende herstructureringen in de Duitse automobielsector aangekondigd. Die zijn erop gericht middelen vrij te maken voor de overgang op elektrisch aangedreven wagens: tot dusver werd sterk ingezet op dieselmotoren. De Duitse verwerkende nijverheid is een belangrijk scharnierpunt tussen de toeleveranciers in de rest van het eurogebied en de ruimere wereldeconomie. Zodoende sijnpelde de verzwakking in Duitsland ook door in de verwerkende nijverheid van andere landen. Toch bleef de activiteit in de op de binnenlandse markt gerichte bedrijfstakken ook in het eurogebied – inclusief Duitsland – veeleer robuust en bleef de werkgelegenheid er verder stijgen.

5. In België tekende zich een enigszins vergelijkbaar doch minder uitgesproken patroon van groeivertraging af. De groei kwam er in 2019 nog op 1,4% uit. Dat de groei minder sterk vertraagde dan in het eurogebied is grotendeels het spiegelbeeld van het feit dat hij in 2017 slechts matig was versneld, namelijk tot 2%. Gelet op de internationale omgeving, het belang van de handelsstromen met Duitsland en de toegenomen onzekerheid verzwakte ook in België de bedrijvigheid in de verwerkende nijverheid. Dat gold tevens voor de uitvoer en, weliswaar in mindere mate, voor de bedrijfsinvesteringen. Dat de op- en neergaande beweging in België minder uitgesproken is, weerspiegelt vooral het geringere belang van de verwerkende nijverheid in onze economie en, binnen die tak, de specialisatie in sectoren met een minder volatiele vraag, zoals de farmaceutische nijverheid. De bedrijvigheid in de dienstensector en de bouwnijverheid bleef robuust en de werkgelegenheid ging er ook in 2019 nog stevig op vooruit, al koelde de arbeidsmarkt aan het einde van het jaar enigszins af. De werkgelegenheid steeg met 1,5%, goed voor meer dan 74 000 nieuwe banen. Samen met de forsere loonstijgingen, de belastingverlaging in het kader van de taxshift en de daling van de energieprijzen zorgde dit voor de sterkste stijging van de koopkracht in jaren, namelijk een toename met 2,5%. Deze laatste versterkte blijkbaar vooral de impact van de rentedaling op de investeringen in woongebouwen en ze kwam, door een stijging van de spaarquote, minder sterk tot uiting in de particuliere consumptie die er met 1,1% is op vooruitgegaan.

*De verwerkende  
nijverheid speelt in de  
Belgische economie  
een minder belangrijke  
rol dan in de Duitse*

### *Nieuwe stimulans van het monetair beleid ter ondersteuning van de groei om op die manier de inflatie naar de doelstelling te leiden*

6. Door de groeivertraging kwam de zich geleidelijk opbouwende inflatoire druk in het eurogebied tot stilstand en verslechterde het vooruitzicht op een duurzame terugkeer van de inflatie naar de doelstelling van de Raad van Bestuur van de ECB, namelijk een niveau onder, maar dicht bij 2% op middellange termijn. Een jaar eerder had het vooruitzicht daarop er nog voor gezorgd dat de normalisatie van het monetair beleid werd opgestart.
7. Naarmate de signalen van de groeivertraging duidelijker werden, liet de Raad van Bestuur dan ook weten bereid te zijn al zijn instrumenten aan te passen om de terugkeer van de inflatie naar de doelstelling veilig te stellen. In september resulteerde dat in de aankondiging van een krachtig pakket nieuwe maatregelen. De rente op de depositofaciliteit werd met 10 basispunten verlaagd tot -0,50%. De communicatie over het verwachte verloop van de

*De versterkte communicatie over het verwachte verloop van de beleidsrentes zorgt voor een krachtige automatische stabilisator*

beleidsrentes werd sterk aangescherpt door erop te wijzen dat de rente mogelijk nog kan dalen en door het tijdstip van de eerste renteverhoging expliciet te laten afhangen van een robuuste terugkeer van de inflatie naar een niveau voldoende dicht bij 2%. Zo ontstaat een krachtige automatische stabilisator die het verwachte rentepad drukt, mochten nieuwe neerwaartse schokken de inflatieconvergentie verder vertragen, maar die ook in omgekeerde richting werkt, mochten de ontwikkelingen positief blijken. Bovendien werden de netto-aankopen van activa heropgestart, zulks ten belope van € 20 miljard per maand. Dat nieuwe pakket en de anticipatie ervan hebben de rente in het eurogebied verder doen dalen, zowel in het korte als in het lange segment van de curve. De risicovrije rendementscurve werd aldus grotendeels negatief. Dat was ook het geval in België waar de tienjaarsrente op overheidspapier in de tweede helft van het jaar overwegend negatief was.

8. Ook in de Verenigde Staten kwam de inflatie in 2019 onder de 2%-doelstelling van de Federal Reserve uit. Ondanks een nog vrij robuuste economie, waren die daling van de inflatie en de overwegend negatieve risico's in de internationale omgeving dé reden voor de Federal Reserve om in 2019 de beleidsrente tot driemaal toe te verlagen, terwijl er aan het begin van het jaar nog werd van uitgegaan dat de opwaartse rentecyclus zou worden voortgezet. De Federal Reserve wil aldus marge inbouwen tegen negatieve schokken door er zich van te vergewissen dat de inflatieverwachtingen op 2% verankerd blijven. Door die verlaging van de beleidsrente en door de lichte stijging van de lange rente die aan het eind van het jaar gepaard ging met de eerste tekenen van uitbodeming, kwam er in de Verenigde Staten een einde aan de inversie van de rendementscurve. Die had eerder op het jaar de vrees voor een recessie nog gevoed.

## 2. Over prijsstabiliteit: de monetaire stimulans in het eurogebied onder de loep

### *Symmetrie van de inflatiedoelstelling: waarom ook een lage inflatie problematisch is*

9. De afgelopen halve eeuw kwam het nastreven van prijsstabiliteit door de centrale banken er overwegend op neer een té hoge inflatie te bestrijden en een omgeving van lage en stabiele inflatie – veelal om en nabij 2% – te creëren. Omdat de stagflatie tijdens de jaren zeventig van de vorige eeuw – de hoge inflatie ging toen samen met een zwakke en volatiele economische groei – de vinger had gelegd op de verstoringen die in de economie optreden als gevolg van oplopende inflatie, kreeg dat streven gaandeweg ruime goedkeuring. Niet alleen de inflatie zelf werd minder volatiel, ook de economische bedrijvigheid en de werkgelegenheid werden er stabielier door. Sinds de financiële crisis vertoont de inflatie echter veeleer de neiging om onder de doelstelling uit te komen. Het is niet omdat een hoge inflatie storend is, dat een bijzonder lage inflatie noodzakelijkerwijs goed is. Zo staat lage inflatie niet voor hogere koopkracht als ze het symptoom is van een zwakke economie. In een dergelijke context draagt ze ook niet bij tot een vlotte aanpassing van de relatieve prijzen en lonen. Dat is evenmin het geval als ze veroorzaakt wordt door afglijdende inflatieverwachtingen. Laat dat nu precies de voornaamste factoren zijn die in het eurogebied aan het werk zijn.

*Het is niet omdat een hoge inflatie storend is, dat een bijzonder lage inflatie noodzakelijkerwijs goed is*

10. De onderliggende inflatie, die geen rekening houdt met het prijsverloop van energiedragers en levensmiddelen, bleef in 2019 opnieuw op ongeveer 1% steken. Nochtans waren de

loonstijgingen reeds versneld als gevolg van de sterke werkgelegenheidscreatie tijdens de afgelopen jaren. Die opgebouwde kostendruk kwam echter niet tot uiting in het prijsverloop, wellicht omdat het vermogen om hem door te berekenen, beknot werd door de groeivertraging. Mocht deze laatste bovendien sporen achterlaten op de arbeidsmarkt, dan kunnen ook de loonstijgingen opnieuw lager uitvallen, wat het aantrekken van de inflatie verder in het gedrang zou brengen. De tot dusver vastgestelde traagheid van de inflatieconvergentie drukt ook de inflatieverwachtingen, wat op zijn beurt een extra hinderpaal wordt. De reële rente gaat erdoor stijgen, zodat van een gegeven monetairbeleidsoriëntatie minder stimulans uitgaat, terwijl die in de huidige omstandigheden net een belangrijke factor is om de binnenlandse vraag te blijven ondersteunen en af te schermen tegen de onzekerheden in de internationale omgeving. Het verhogen van de inflatie moet dus verlopen via het ondersteunen van de economie en de werkgelegenheid – in de richting van een volledige benutting van de productiefactoren –, en die ondersteuning heeft zelf baat bij stevig verankerde inflatieverwachtingen.

*Het verhogen van de inflatie verloopt via het ondersteunen van de economie en de werkgelegenheid; die ondersteuning is zelf gebaat bij stevig verankerde inflatieverwachtingen*

11. Mocht de economie zich duurzaam nestelen in een lage-inflatieomgeving, dan dienen zich bovendien een aantal complicaties aan die van permanente aard zullen zijn. Om te beginnen, kan de inflatie dan minder fungeren als smeerolie voor het economisch raderwerk. Een licht positieve inflatie – 2% bijvoorbeeld – vergemakkelijkt immers de aanpassing van zowel de reële lonen als de relatieve prijzen, en in een lage-inflatieomgeving dreigt dat smeereffect verloren te gaan. Bovendien zal de economie in dat geval ook duurzaam afglijden naar een lagerenteomgeving: de nominale rentes zullen permanent laag blijven als gevolg van de afgenomen inflatieverwachtingen. Daardoor zou de druk op bijvoorbeeld de pensioenfondsen en de levensverzekeringssector bestendig worden, aangezien hun verplichtingen vaak in nominale termen zijn uitgedrukt. Voor de centrale bank betekent dit dat er, uitgaande van een lager neutraal rentepeil, minder ruimte zal zijn om, in geval van een recessie, de beleidsrente te laten dalen. Daardoor zou de economie moeilijker kunnen worden ondersteund en zouden vaker niet-conventionele monetairbeleidsinstrumenten moeten worden ingezet. Kort gezegd, om te vermijden dat schokken voortaan moeilijker zouden kunnen worden opgevangen, moet ook een té lage inflatie worden bestreden. Het nastreven van prijsstabiliteit vraagt derhalve om een symmetrische invulling.

*Afglijden naar een lage-inflatieomgeving bestendigt het lagerenteklimaat en verkleint de ruimte om een recessie op te vangen*

### ***Negatieve rente en bancaire transmissie: kan de monetaire stimulans contraproductief worden?***

12. Omdat de aanhoudend lage en zelfs negatieve renteomgeving druk uitoefent op de rentemarge van de banken, ontstaat het risico dat deze laatste de monetairbeleidsimpuls niet langer kunnen doorgeven. Die druk heeft vooral te maken met het feit dat banken moeilijkheden ondervinden om de negatieve rente door te berekenen in hun tarieven voor retaildeposito's. Zo zou een situatie kunnen ontstaan waarin de rente voor nieuwe leningen niet langer daalt of waarin banken hun kredietaanbod zelfs moeten inperken als gevolg van de teruglopende rentabiliteit. Zodra dat punt is bereikt, wordt een extra monetaire stimulans contraproductief voor de bancaire transmissie en bereikt de beleidsrente haar effectieve ondergrens. Er zijn evenwel geen indicaties dat dit reeds het geval zou zijn. Ook in 2019 bleven de rentetarieven op leningen aan niet-financiële ondernemingen en aan gezinnen dalen en bleef de kredietverstrekking toenemen, zowel in het eurogebied in zijn geheel als in België. Er waren bovendien weinig aanwijzingen dat de kredietvoorwaarden zouden worden aangescherpt naar aanleiding van balansoverwegingen. Het is precies om dergelijke effecten tegen te gaan dat het maatregelenpakket van september

ook twee maatregelen bevatte die de bancaire transmissie ondersteunen. Enerzijds wordt voortaan een deel van de reserves die de banken bij het Eurosysteem aanhouden, vrijgesteld van de negatieve rente op de depositofaciliteit. Anderzijds werd een nieuwe reeks gerichte langlopende herfinancieringstransacties gelanceerd. Daarnaast wordt de druk op de rentemarge ook verlicht door de sterke daling van de kosten voor marktfinanciering en door het feit dat een groeiend aantal banken de negatieve rente langzaamaan begint door te berekenen in de deposito's van vooral niet-financiële ondernemingen.

13. De monetaire impuls kan ook in een tweede opzicht contraproductief worden. Hij kan immers aanzetten tot het nemen van buitensporige risico's en de financiële stabiliteit in het gedrang brengen. Banken kunnen er bijvoorbeeld voor kiezen hun rentemarge op peil te houden door risicovollere leningen te verstrekken. Zoals verderop wordt toegelicht, vereisen die risico's permanente waakzaamheid en in sommige gevallen gerichte acties vanwege de prudentiële autoriteiten, vooral vanwege het macroprudentieel beleid. Dergelijke acties werken het monetair beleid niet tegen. Het macroprudentieel en het monetair beleid zijn immers sterk complementair. Precies omdat het macroprudentieel beleid tot doel heeft de neveneffecten van de lagerenteomgeving in te dijken, kan het monetair beleid focussen op de macro-economische gevolgen voor de groei en de inflatie. Het macroprudentieel beleid heeft bovendien het voordeel dat het gericht kan worden ingezet in die segmenten van het financieel stelsel of in die landen van het eurogebied waar de risico's zich opbouwen, terwijl het monetair beleid niet differentieerbaar is. Mochten de risico's voor de financiële stabiliteit evenwel zo wijdverspreid zijn dat ze niet langer door gerichte macroprudentiële acties te beheersen vallen, dan is er wel een rol weggelegd voor het monetair beleid. In dat geval een minder soepel monetair beleid voeren uit het oogpunt van de financiële stabiliteit, hoeft niet in strijd te zijn met de doelstelling van prijsstabiliteit. Financiële instabiliteit zou immers ook zware consequenties hebben voor de economische bedrijvigheid en, derhalve, voor de inflatie. In de huidige omstandigheden kan het macroprudentieel beleid de risico's echter nog ruimschoots beperken, zodat de monetaire stimulans kan worden aangehouden zonder dat hij contraproductief wordt.

*Macroprudentieel en monetair beleid zijn in hoge mate complementair*

*De lage rente: in de eerste plaats gedreven door structurele factoren waar het monetair beleid geen vat op heeft, maar die de monetairbeleidsvoering wel bemoeilijken*

14. Dat het monetair beleid de rente negatief moet maken, is – ondanks de cyclische motivatie van de versoepeling – vooral toe te schrijven aan de trendmatige daling van de reële evenwichtsrente. Het monetair beleid is immers pas stimulerend als het de reële rente onder dat peil kan brengen. Die evenwichtsrente wordt op haar beurt bepaald door de structurele determinanten van het sparen en investeren. De trage productiviteitsgroei, de veroudering van de bevolking, de op wereldschaal toegenomen inkomens- en vermogensongelijkheid, de grotere beleidsonzekerheid en de sterke risicoaversie zijn evenveel factoren die ervoor zorgen dat het toegenomen sparen onvoldoende investeringskansen vindt en aldus de evenwichtsrente trendmatig naar beneden duwt. Vooral de vraag naar risicoloze financiële activa is bijzonder groot, terwijl het aanbod ervan – zeker in het eurogebied – sinds de financiële crisis gekrompen is omdat de rating van tal van overheden werd verlaagd. Daardoor is de neerwaartse druk op de risicoloze rente veel groter dan die op de returns van risicovollere beleggingen of van reële investeringen.
15. Het monetair beleid heeft weinig vat op de factoren die de reële evenwichtsrente doen dalen. Toch heeft die daling zware gevolgen voor het monetair beleid. Ze verkleint immers de marge om

*Het toegenomen sparen vindt onvoldoende investeringskansen en duwt de evenwichtsrente trendmatig naar beneden*

een stimulerend beleid te bewerkstelligen aangezien de beleidsrente sneller op haar effectieve ondergrens zal stuiten. Een en ander versterkt het hierboven uiteengezette pleidooi voor een strikt symmetrische invulling van het nastreven van prijsstabiliteit. De inflatie langdurig onder de doelstelling laten uitkomen, zou de beleidsruimte immers nog verder verkleinen. Terzelfder tijd maakt de lage reële evenwichtsrente die symmetrische benadering echter ook complexer. Doordat men sneller op de effectieve ondergrens stuit, kan de inflatie, mocht dat nodig blijken, moeilijker worden gestimuleerd. Die paradox is een van de uitgangspunten van de evaluatie van de monetairbeleidsstrategie die het Eurosysteem in 2020 zal uitvoeren. Of de huidige formulering van de definitie van prijsstabiliteit het nastreven van symmetrie nodeloos bemoeilijkt, is een van de vragen die zullen moeten worden behandeld. Tevens moet de balans worden opgemaakt van de sinds de crisis ingezette nieuwe instrumenten. Door bovendien na te gaan hoe structurele trends zoals de vergrijzing, de ongelijkheid, de digitalisering of, voor de toekomst, de klimaatverandering het inflatieproces beïnvloeden – hetzij rechtstreeks, hetzij via hun impact op de evenwichtsrente –, zal blijken hoe voortaan het best gestalte kan worden gegeven aan het mandaat van prijsstabiliteit, dat krachtens het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie de primaire doelstelling is van het monetair beleid. Voorts moet worden nagegaan of het monetair beleid, zonder afbreuk te doen aan zijn primaire doelstelling, ook andere beleidsdoelstellingen, zoals het indijken van de klimaatverandering, kan helpen bewerkstelligen. De evaluatie van de monetairbeleidsstrategie is des te noodzakelijker daar de vorige reeds dateert van 2003, terwijl het functioneren van de economie – meer in het bijzonder het inflatieproces – en het financieel systeem sindsdien sterk geëvolueerd zijn.

*De lage evenwichtsrente is een van de uitgangspunten van de evaluatie van de monetairbeleidsstrategie in 2020*

### *Naar een rijkere beleidsmix*

16. Dat het monetair beleid geen vat heeft op de factoren die de evenwichtsrente naar beneden duwen, geeft ook aan dat er een belangrijke rol is weggelegd voor andere beleidsdomeinen. De bevoegde autoriteiten op nationaal, Europees en internationaal vlak moeten dan ook dringend werk maken van het duurzaam verhogen van de groei en, derhalve, van de evenwichtsrente. Structurele hervormingen die erop gericht zijn de productiviteit en het groeipotentieel te stimuleren, kunnen de neerwaartse druk op de evenwichtsrente deels goedmaken. De beleidsonzekerheid wegnemen en duidelijke bakens uitzetten voor de grote uitdagingen van de toekomst, bijvoorbeeld de vergrijzing van de bevolking, de digitalisering en de klimaatverandering, kunnen de spaarneiging afremmen en extra investeringskansen creëren. Het budgettaire beleid kan een groter deel van de cyclische stabilisatie voor zijn rekening nemen door ervoor te zorgen dat de nodige buffers aanwezig zijn om de automatische stabilisatoren optimaal te laten werken en door in landen waar de ruimte daartoe voorhanden is, een expansievere koers te gaan varen. Bovendien kan een groeivriendelijker samenstelling ervan worden nagestreefd, bijvoorbeeld door meer ruimte te maken voor overheidsinvesteringen. Het naleven van de Europese begrotingsregels draagt bij tot de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en kan aldus het aanbod van risicoloze activa helpen herstellen. Door de bankenunie te voltooiën en de kapitaalmarktenunie uit te diepen, kan een betere risicodeling ervoor zorgen dat het voorzorgssparen daalt. Dankzij een dergelijke rijkere beleidsmix zal het monetair beleid effectiever worden en dus sneller kunnen worden genormaliseerd. Het zal derhalve ook minder neveneffecten veroorzaken. Bovendien zal de groei op duurzame wijze naar een hoger niveau worden getild met een hogere evenwichtsrente tot gevolg, wat minder druk zal leggen op de financiële sector en op de spaarder.

### 3. De beleidsmix in België: geen begrotingsruimte, maar de belemmeringen voor duurzame en inclusieve groei moeten worden weggenomen

#### *Waar schort het aan in België: de cyclus of het groeipotentieel?*

17. Wie beleidsmix zegt, moet zich eerst afvragen wat er eigenlijk aan de hand is. De remedie hangt immers af van de diagnose. Welnu, de Belgische economie heeft de internationale groeivertraging tot dusver relatief goed doorstaan. Dit impliceert dat, anders dan in andere landen van het eurogebied, de economie – bovenop de ondersteuning door het monetair beleid – uit cyclisch oogpunt weinig of zelfs niet moet worden gestimuleerd. Daar is bovendien ook geen ruimte voor. Het begrotingstekort liep in 2019 immers op tot 1,7 % bbp en de schuldgraad blijft met 99 % bbp bijzonder hoog. Om die reden nopen zelfs cyclische overwegingen ertoe de overheidsfinanciën gezond te maken teneinde de buffers te creëren die nodig zijn om toekomstige schokken te kunnen uitvlakken. Het is die – hoewel intrinsiek nationale – argumentatie die de Europese Commissie en de Raad van Bestuur van de ECB ertoe gebracht heeft een gedifferentieerde boodschap te brengen over de koers van het begrotingsbeleid in het eurogebied. Overheden met begrotingsruimte worden aangemaand die in de huidige omstandigheden aan te wenden, terwijl landen met een hoge overheidsschuld aanbevolen wordt een voorzichtig beleid te voeren dat de voorwaarden creëert waaronder de automatische stabilisatoren vrij kunnen functioneren. Dit impliceert dat België van de begrotingsconsolidatie opnieuw een prioriteit moet maken.

*België moet van de begrotingsconsolidatie opnieuw een prioriteit maken*

18. Er is echter meer. Het verder ontplooiën van de economische bedrijvigheid botst in diverse domeinen op beperkingen. Dat wijst op een laag groeipotentieel. De bijzonder forse werkgelegenheidscreatie van de afgelopen jaren dreigt te worden gehinderd door het ontoereikend arbeidsaanbod. Bedrijven vinden het almaar moeilijker om in hun vacatures te voorzien, soms zelfs voor functies die geen bijzondere kwalificaties vereisen. Nochtans is, ondanks de vooruitgang van de laatste jaren, nog steeds bijna 30% van de bevolking op arbeidsleeftijd niet aan het werk. Dat weerspiegelt vooral de geringe deelname aan de arbeidsmarkt, veeleer dan een hoge werkloosheidsgraad. Bovendien nadert het ogenblik waarop de bevolking op arbeidsleeftijd als gevolg van de vergrijzing zal krimpen. Het gebrek aan personeel wordt vaak aangehaald als een factor die bedrijven belet te investeren. Daardoor komt ook de productiviteitsgroei verder in het gedrang, terwijl die in België reeds sterker is vertraagd dan in andere geavanceerde economieën. Productiviteitswinsten zijn nochtans noodzakelijk om, zodra het arbeidspotentieel volledig is aangeboord, op duurzame wijze voor groei te zorgen. Het economisch weefsel moet dan ook absoluut dynamischer worden gemaakt. Zowel het mobiliseren van het arbeidspotentieel als het ontwikkelen van de productiviteit stuit bovendien steeds meer op gebreken in de infrastructuur. De problemen inzake mobiliteit en energiebevoorrading zijn daar de meest treffende voorbeelden van, maar in het kader van het Nationaal Investeringspact zijn ook grote noden vastgesteld in het vlak van onderwijs, gezondheidszorg, cybersecurity en digitale transitie.

*Het ontoereikend arbeidsaanbod, de lage productiviteitsgroei en de verslechterende infrastructuur leiden tot een laag groeipotentieel*

19. Het groeipotentieel verhogen door de genoemde hinderpalen uit de weg te ruimen, is de enige duurzame bron van inkomenscreatie en koopkracht. Zowel de productiviteit als het aantal mensen dat aan het arbeidsproces deelneemt, moet naar omhoog. Door meer mensen aan een baan te helpen, zal de groei ook inclusiever worden. Werken is immers een krachtige motor voor maatschappelijke integratie en de beste bescherming tegen armoede. Meer groei en werkgelegenheid genereren, vereenvoudigt bovendien de gezondmaking van de overheidsfinanciën. Enkel op die manier zullen ook in de toekomst voldoende middelen kunnen worden vrijgemaakt om, tegen de achtergrond van de oprukkende vergrijzing, in een doeltreffend sociaal vangnet te blijven voorzien.

20. Die diagnose is niet nieuw, want reeds geruime tijd gesteld door de Bank, maar ook door andere instellingen. Dat maakt de analyse echter niet minder pertinent of de noodzaak om hervormingen in de steigers te zetten, minder urgent, zoals in 2019 in diverse domeinen werd onderstreept.

### *De uitdagingen worden er niet minder groot op*

21. Om te beginnen, zetten de spanningen in het vlak van de internationale handel, maar ook de snelle technologische ontwikkelingen inzake digitalisering de bestaande structuur van de mondiale waardeketens onder druk. Ook de brexit doet dat. Inschakeling in dergelijke ketens is voor België als kleine open economie steevast een troef gebleken: het verbinden van de grote havens aan de Noordzee met het Europese hinterland is als het ware haar bedrijfsmodel. In de huidige omstandigheden impliceert dat evenwel een grotere broosheid. Internationale openheid – zowel voor de handel als voor de investeringen – is bovendien een katalysator voor productiviteitswinst, innovatie en de vlotte verspreiding ervan. Die impuls dreigt aan kracht in te boeten. Het bepleiten, op de internationale scène, van openheid in het handelsverkeer moet dan ook, als vanouds, het uitgangspunt blijven voor de Belgische beleidsmakers. Vanwege de relatief grote blootstelling op het Verenigd Koninkrijk, is er voor de Belgische economie bijvoorbeeld veel aan gelegen of het brexitproces al dan niet kan worden afgerond met een vrijhandelsakkoord. Toch zal een klein land als België er vooral voor moeten zorgen dat flexibiliteit, aanpassingsvermogen en vernieuwing uiteindelijk compensatie bieden voor de waardecreatie die bij dergelijke herschikkingen verloren dreigt te gaan. Een wendbaarder economie is ook beter in staat nieuwe kansen te grijpen.

*De spanningen in het vlak van de internationale handel en de brexit zetten druk op de waardeketens waarin de Belgische bedrijven actief zijn*

22. Het beheersen van de klimaatverandering is een andere factor die, hoewel niet nieuw, recentelijk op de voorgrond is getreden en in België tot dusver onderbelicht is gebleven. Het is niet de vraag óf de overgang naar een klimaatneutrale economie moet worden gemaakt. Samen met de andere EU-landen zijn daar immers verbintenissen toe aangegaan. Zo heeft de Europese Raad van december laatstleden de ambitie onderschreven om de EU tegen 2050 klimaatneutraal te maken. Langetermijnoverwegingen maken die transitie immers noodzakelijk en daar geen rekening mee houden zou op zich ook economische gevolgen hebben. Wel rijst de vraag hoe de transitie zo efficiënt mogelijk kan gebeuren door de kostenverhogende impact onder controle te houden en de weerslag op het productiepotentieel te minimaliseren. Dat is een belangrijke beleidsuitdaging. En opnieuw zal wendbaarheid een deel van het antwoord horen te zijn, omdat waardecreatie zal moeten verschuiven van koolstofintensieve naar koolstofarme technologieën. Hoe vlotter die reallocatie – van kapitaal, maar ook van arbeid – kan verlopen, hoe efficiënter de transitie zal zijn. Gelet op het belang van dit onderwerp, zal de Bank er in 2020 haar tweejaarlijks colloquium aan wijden.

*De transitie naar een klimaatneutrale economie is een grote uitdaging*

23. Terwijl de uitdagingen er dus zeker niet minder zwaar op zijn geworden, kan er niet aan worden voorbijgegaan dat 2019 op federaal vlak voor België een jaar van stilstand is geweest. Dat contrasteert sterk met de periode 2011-2018, toen twee opeenvolgende federale regeringen hervormingen doorvoerden die erop gericht waren het potentieel van de Belgische economie te versterken. Door in verschillende stappen de concurrentiekracht inzake loonkosten te herstellen, werd de vraag naar arbeid gestimuleerd. Het arbeidsaanbod van zijn kant werd ondersteund door meer werkzoekenden te activeren, door verlagingen van de personenbelasting en ook door een reeks op loopbaanverlenging gerichte hervormingen. Deze laatste wisten ook de budgettaire kosten van de vergrijzing te matigen. De sindsdien vastgestelde verbetering op de arbeidsmarkt wijst erop dat hervormingen lonen. Terwijl het werkgelegenheidsverloop aanvankelijk nog de weerslag ondervond van de overheidsschuldencrisis in het eurogebied, trok het nadien gaandeweg

aan. Dat weerspiegelt niet enkel het economisch herstel. De groei is de afgelopen jaren immers beduidend werkgelegenheidsintensiever geweest dan in het verleden. De werkgelegenheidsgraad, die in 2011 nog 67 % bedroeg, is inmiddels opgelopen tot 70,6 %. De toename is het duidelijkst voor de leeftijdscategorie tussen 55 en 60 jaar. De werkloosheidsgraad van zijn kant is gedaald tot 5,4 %, het laagste niveau sinds verscheidene decennia. Omdat hij aldus ook lager ligt dan de niveaus na eerdere herstelperiodes, wijst alles erop dat ook de structurele werkloosheid afgenomen is. Wat de overheidsfinanciën betreft, is het structureel financieringstekort in die periode verbeterd van 3,9 % in 2011 tot 1,7 % in 2017; nadien werd echter geen vooruitgang meer geboekt. Integendeel, hoewel het regeren in lopende zaken ongetwijfeld een impact heeft gehad op tal van beleidsdomeinen, heeft het zich het scherpst geuit in een verslechtering van de overheidsfinanciën.

### *Na de verslechtering in 2019 is het de hoogste tijd om de overheidsfinanciën gezond te maken*

24. De stijging van het financieringstekort van de Belgische overheid van 0,7 % in 2018 tot 1,7 % bbp was voornamelijk het gevolg van geringere ontvangsten bij de definitieve afrekening van de vennootschapsbelastingen. In 2017 en 2018 werden immers meer ontvangsten via vooruitbetalingen geregeld. Daardoor werden de ontvangsten tijdelijk opgedreven. Die factor verklaart zowat 0,5 procentpunt – of de helft – van de totale verslechtering. Omdat dergelijke tijdelijke factoren uit het structureel tekort worden geweerd, was het de afgelopen jaren minder sterk verbeterd en kwam dat deficit in 2017 en 2018 op respectievelijk 1,7 en 1,8 % bbp uit. In 2019 verslechterde het verder tot 2,4 %, voornamelijk als gevolg van de belastingverminderingen in het kader van de taxshift en een stijging van de sociale uitgaven onder impuls van de oprukkende vergrijzing. De rentelasten liepen daarentegen met 0,2 procentpunt terug.
25. De Belgische overheidsfinanciën zijn dus de middellangetermijndoelstelling van een structureel evenwicht niet meer dichter genaderd. De afstand is integendeel opnieuw vergroot. Nochtans moet dat structureel begrotingsevenwicht absoluut worden bereikt. Met 99 % bbp behoort de Belgische overheidsschuld tot de hoogste in het eurogebied en zonder bijsturing is er geen uitzicht

### *De nog steeds hoge schuldgraad maakt de overheidsfinanciën kwetsbaar*

op schuldreductie. Creëert de lage rente geen extra begrotingsruimte? Zeker wel, maar die marge is reeds grotendeels aangewend. De rentelasten zijn de afgelopen jaren immers fors teruggelopen tot 1,9 % bbp in 2019. Die daling is evenwel niet in dezelfde mate tot uiting gekomen in het verloop van het overheidstekort, precies omdat ze het mogelijk maakte minder ambitieus te zijn wat het primair saldo betreft. Dat is niet in strijd met het Europees governance kader voor de overheidsfinanciën, aangezien het ankerpunt van dat kader het structureel begrotingssaldo is – dat is het saldo gezuiverd voor conjuncturele schommelingen en tijdelijke factoren, maar met inbegrip van de rentelasten. Het impliceert wel dat de lagerenteomgeving nog slechts weinig marge biedt. De hoge overheidsschuld maakt België daarentegen bijzonder kwetsbaar voor een eventuele rentestijging, wat moet aanmanen tot voorzichtigheid. Met een mogelijk structureel lage evenwichtsrente lijkt het niet meteen waarschijnlijk dat de risicoloze rente fors zal stijgen. De risicopremie op de Belgische overheidsschuld kan, in geval van onvoldoende vooruitgang, echter wel snel omhooggaan, vooral indien een conjunctuurverslechtering het tekort verder zou doen oplopen zonder dat daar buffers voor zijn aangelegd. Dat is precies wat in het verleden gebeurd is. Alle grote fases van begrotingsconsolidatie – zowel in 1982, 1993 als in 2011 – zijn onder druk van de financiële markten van start moeten gaan tijdens een recessie. Dat soort van procycliciteit voorkómen door zelf de timing te kiezen voor de gezondmaking van de overheidsfinanciën is uit zowel economisch als sociaal oogpunt veel efficiënter. Het traject naar een structureel evenwicht moet de voorschriften van het Stabiliteits- en groeipact naleven. Dat is ook wenselijk vanuit een louter nationaal perspectief: om uit de gevarenzone te geraken, moet zo snel mogelijk voldoende vooruitgang worden geboekt.



26. De inspanning zal minder zwaar zijn indien ze groeivriendelijk wordt samengesteld. Gelet op het nog steeds grote overheidsbeslag, is er aan de ontvangstenzijde weinig marge. Ook al is de heffingsdruk op arbeid gedaald, hij blijft hoog en is, zeker voor de meest kwetsbare groepen op de arbeidsmarkt, een factor die de werkzaamheidsgraad blijft drukken. Tegelijkertijd blijkt dat de belastinghervormingen van de afgelopen jaren, ook al was het de bedoeling dat die budgettaire neutraliteit zouden zijn, onvoldoende gefinancierd waren. Voorts moet blijvend worden ingezet op een correcte inning van de belasting, ook wat de nieuwe productie- en consumptiepatronen betreft die de zogeheten deeleconomie met zich brengt, en dient fiscale en sociale fraude verder te worden bestreden. Dat zijn belangrijke onderdelen van een efficiënt overheidsoptreden.
27. De primaire uitgaven maakten in 2019 ongeveer de helft van het bbp uit, wat ruim 6 procentpunt potentieel bbp meer is dan twintig jaar geleden. In 2012 lagen de primaire uitgaven zelfs nog hoger: sindsdien zijn ze met 2 procentpunt teruggelopen. De afgelopen twee jaar is er aan die matiging evenwel een einde gekomen. Van de totale stijging sedert 2000 komt een kleine twee derde voor rekening van de sociale uitgaven, al is de dynamiek ervan sinds 2012 vertraagd als gevolg van het gevoerde beleid. De werkloosheidsuitkeringen gingen door de banencreatie fors naar beneden en de tussen 2008 en 2012 nog uitgesproken stijging van de pensioenuitgaven werd nadien getemperd door de inspanningen inzake loopbaanverlenging. Ook de uitgaven voor gezondheidszorg bleven tijdens die periode onder controle, al zijn ze in 2019 opnieuw fors gestegen. De ziekte- en invaliditeitsuitkeringen zijn daarentegen gestaag blijven oplopen. Verwacht wordt dat de budgettaire kosten van de vergrijzing het volgende decennium nog met 0,2 procentpunt bbp per jaar zullen toenemen. Er zit dan ook weinig anders op dan de sociale uitgaven in de hand te houden door met name te blijven inzetten op activering en loopbaanverlenging. Dat is van essentieel belang om het wettelijk pensioenstelsel – een van de belangrijke pijlers van het Belgisch sociaal model – zowel betaalbaar als toereikend te houden. Het zorgt er ook voor dat voldoende middelen beschikbaar blijven voor de andere overheidsfuncties en, meer in het bijzonder, voor de in België erg lage overheidsinvesteringen, ook al kunnen die het groeipotentieel ondersteunen. Ondanks de geringe investeringen, blijven de totale primaire uitgaven hoog in vergelijking met die in de meeste geavanceerde economieën, zonder dat daar steeds een betere dienstverlening tegenover staat. Derhalve moet ook aan de uitgavenzijde werk worden gemaakt van een efficiënter overheidsoptreden. De overheid moet de oprukkende digitalisering aangrijpen om productiviteitswinsten te realiseren. Tegelijkertijd moet erover worden gewaakt dat alle bevolkingsgroepen vlot toegang blijven vinden tot de aangeboden dienstverlening. Zorg dragen voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën is een taak voor alle geledingen van de Belgische overheid, zeker nu de uitgaven in hogere mate onder de bevoegdheid van de gemeenschappen en gewesten vallen. Daarom moeten de federale regering en de gemeenschappen en gewesten overeenstemming vinden over bindende begrotingsdoelstellingen, zoals bepaald in het samenwerkingsakkoord van 13 december 2013. Dat schept klaarheid over ieders verantwoordelijkheid en maakt een onafhankelijke monitoring door de Hoge Raad van Financiën mogelijk.

*De sociale uitgaven mogen de andere overheidsbestedingen niet verdringen*

### *Infrastructuur, klimaattransitie en productiviteit: de private sector ten volle mobiliseren*

28. In het moderniseren van de infrastructuur of het bewerkstelligen van de transitie naar een klimaatneutrale economie is ongetwijfeld een rol weggelegd voor de overheidsinvesteringen. Die moet worden vervuld met inachtneming van de regels van het Stabiliteits- en groeipact en de statistische voorschriften inzake het boeken van dergelijke investeringen. Dit neemt niet weg dat, naar aanleiding van de lopende evaluatie van het Europees begrotingskader, kan worden nagegaan of, binnen dat kader, een gunstige behandeling voor de overheidsinvesteringen mogelijk is, op voorwaarde evenwel dat de houdbaarheid van de schuld daardoor niet in het gedrang

komt en de investeringen in kwestie het groeipotentieel daadwerkelijk ondersteunen. Het zou bovendien fout zijn om ervan uit te gaan dat alle investeringsinspanningen van de overheid moeten komen. In werkelijkheid moet een groot deel ervan in de private sector gebeuren. Dat geldt zowel voor de bedrijven – of ze nu energie produceren of verbruiken – als voor de gezinnen. Wat deze laatste betreft, is dat vooral naar aanleiding van de aanpassing van het woning- en wagenpark. De lagerenteomgeving vergemakkelijkt de financiering van die investeringen, net als de extra prikkels in de vorm van specifieke groene financiering of de ondersteuning die de

*Weloverwogen milieueffingen kunnen een belangrijke rol spelen in het sturen van de uit klimaat oogpunt vereiste aanpassingen*

Europese Investeringsbank van plan is te bieden. Opdat die investeringen er echter daadwerkelijk zouden komen, moet vooral ook de richting van de transitie voldoende duidelijk zijn. De diverse overheden moeten daarom in de eerste plaats optreden als coördinatoren die, via gepaste prikkels, private initiatieven in de juiste richting sturen. Weloverwogen milieueffingen, die in België aan de lage kant zijn, kunnen een belangrijke rol spelen in het sturen van de uit klimaat oogpunt vereiste aanpassingen. Tegelijkertijd moeten de overheden oog hebben voor zowel de economische als de sociale dimensie van de transitie. Bakens uitzetten schept duidelijkheid en zal de mobilisering van private investeringen vereenvoudigen, terwijl een gebrek aan richting het vertrouwen aantast en tot uitstelgedrag leidt. Zo is onzekerheid over de marsrichting de voornaamste reden waarom de bevoorrading van elektriciteit nog steeds een knelpunt is. Er is ter zake dringend nood aan duidelijkheid. Omdat de klimaattransitie tal van beleidsdomeinen behelst, kan ze enkel slagen als de bevoegde instanties via onderlinge coördinatie maximale coherentie nastreven. In een federaal land zoals België is dat des te meer het geval. Synergie voorkomt ook dat het economisch leven met een té zwaar regelgevend kader wordt opgezaagd als gevolg van de fragmentatie of gebrekkige afstemming van bevoegdheden.

29. Hoe belangrijk een verbetering van de infrastructuur ook is, er bestaat geen wondermiddel om de productiviteit op te voeren. Er zal integendeel een beroep moeten worden gedaan op een brede waaier beleidshefbomen die onderling versterkend kunnen werken. Van belang daarbij is een concurrerende marktomgeving die ruimte biedt voor nieuwkomers en prikkels geeft om te innoveren. Vooral voor sommige diensten is de mededinging in België echter beperkt. Het loont nochtans ze te stimuleren. Terwijl e-commerce in België wijdverspreid is als transactiemedium tussen bedrijven, geldt dat minder voor de relatie met de consument. Bovendien vloeit een relatief groot aandeel van de consumentenaankopen via e-commerce naar buitenlandse leveranciers. Daardoor wordt een potentieel afzetkanaal onvoldoende door de Belgische retailsector aangeboord en zorgen de buitenlandse e-commerce spelers ervoor dat de prijsconcurrentie in de handel vandaag bijzonder scherp is. Bovendien ondervinden Belgische retailers vaak moeilijkheden om even snel te leveren. Knelpunten in de logistieke ondersteuning zijn daar mede oorzaak van, maar door de inmiddels versoepelde regels inzake nachtwerk en flexibele uren werden ze minder prangend. Op Europees vlak moet een gelijk speelveld voor e-commerce worden bevorderd.

*Het stimuleren van de mededinging zorgt voor lagere prijzen en een hogere productiviteit*

Het mobiliteitsprobleem is een andere factor die de kosten van bedrijven verhoogt, hun actieradius – zowel voor de afzet van hun producten als voor het aantrekken van inputs en werknemers – verkleint en hun productiviteit verzwakt. Voorts blijkt de productiviteitsgroei in België geconcentreerd te zijn in een beperkt aantal sterk presterende bedrijven omdat die kunnen bogen op een gedegen innovatieactiviteit. Ook de Belgische universiteiten beschikken over wereldvermaarde innovatiecentra die nauw samenwerken met het bedrijfsleven. De verdere doorstroom van innovatie en productiviteit verloopt echter moeizaam. Die doorstroom kan intensiever worden als middelen vlot kunnen verschuiven van minder naar meer productieve activiteiten. Dat is in België kennelijk nog onvoldoende het geval, gelet op de geringe intensiteit waarmee bedrijven zonder toekomst verdwijnen en er nieuwe worden opgericht. Ten slotte, hangt productiviteit in de kenniseconomie van vandaag en tegen de achtergrond van de digitale revolutie niet enkel af van investeringen in fysiek kapitaal, maar ook in immateriële activa en – steeds meer – in menselijk kapitaal. De kennis en vaardigheden van de werknemers zijn immers een

cruciale factor geworden in de vlotte toepassing en verspreiding van nieuwe technologieën en ze bepalen in hoge mate hun kansen op de arbeidsmarkt.

### *Het arbeidsaanbod: empowerment van mensen voor een sterke en inclusieve economie*

30. Meer mensen moeten zich op de arbeidsmarkt begeven. Dat is ook de gemeenschappelijke noemer in de regeerakkoorden die na de verkiezingen in de drie gewesten tot stand kwamen. Dat vacatures maar moeilijk vervuld raken, wijst erop dat de vraag naar arbeid aanwezig is maar dat het arbeidsaanbod achterblijft. Zelfs in het Vlaams Gewest – waar de arbeidsmarktparticipatie het hoogst ligt – beloopt de inactiviteit 28%. Omdat de werkloosheidsgraad in dat gewest tot 3,3% is gedaald, wordt verhoging van de participatiegraad er de voornaamste marge om aan de vraag naar arbeid te voldoen. In het Waals en Brussels Gewest ligt de participatiegraad nog lager en is de werkloosheidsgraad met respectievelijk 7 en 13% tegelijkertijd beduidend hoger. Het arbeidsmarktbeleid moet dus in de specifieke noden van ieder gewest voorzien, al is er ook behoefte aan coördinatie om onder meer een grotere geografische mobiliteit te bewerkstelligen. Een combinatie van mensen gepast prikkelen, begeleiden en opleiden zal telkens de sleutel tot succes zijn.
31. Het is belangrijk dat iedereen over de competenties kan beschikken die nodig zijn om een plaats op de arbeidsmarkt te vinden en die plaats – in de snel veranderende omgeving – te behouden. Daartoe behoren zowel technische vaardigheden, taalkennis als zogeheten soft skills. Bijzondere aandacht moet uitgaan naar de zwakkere groepen. Naast tal van laaggeschoolden vinden ook uit niet-EU-landen afkomstige inwoners moeilijk hun weg naar de arbeidsmarkt. Inzetten op hun empowerment zal een belangrijke hefboom zijn, maar evengoed moet iedere vorm van discriminatie worden geweerd. Er zijn aanwijzingen dat de kwaliteit van het onderwijs erop achteruit is gegaan. Het is nodig die trend om te buigen. Bovendien zijn de schoolresultaten in België sterk gecorreleerd met de sociaal-economische en culturele kenmerken van de scholieren, waardoor onderwijs een té zwakke motor van sociale mobiliteit is. De lage werkgelegenheidsgraad van sommige groepen vindt vaak reeds op school of bij de opleiding zijn oorsprong. Alternierend leren kan voor sommige groepen jongeren de opstap naar de arbeidsmarkt vergemakkelijken. Opleiding stopt echter niet aan de schoolpoort. Levenslang leren is het middel bij uitstek om mee te kunnen met de snelle veranderingen in de werkomgeving, zeker in het licht van de loopbaanverlenging. Dat is een gedeelde verantwoordelijkheid voor werknemers en werkgevers. De loopbaaninvulling moet er bovendien op gericht zijn oudere werknemers met succes aan de slag te houden. Werkbaarheid moet voldoende aandacht krijgen. Om mensen die nu nog ver van de arbeidsmarkt verwijderd zijn te activeren, kunnen tussenstappen worden ingebouwd vooraleer de volledige transitie naar werken te maken. Vergeleken met de buurlanden en andere landen van het eurogebied beschikt België over marge wat vrijwillige deeltijdarbeid betreft. Door alle talenten in iedere fase van de loopbaan te mobiliseren, zal de diversiteit op de werkvloer – in al haar geledingen – toenemen en kan de complementariteit van vaardigheden en benaderingen een troef worden voor de bedrijven.
32. Tot slot speelt ook de loonvorming een belangrijke rol in het samenbrengen van de vraag naar en het aanbod van arbeid. Cruciaal daarbij is dat loonkosten en productiviteitsniveau met elkaar in overeenstemming zijn. Dat verband wordt het best op macro-, meso- en microschaal gerespecteerd. Zo liggen op macroschaal de loonkosten in België hoger dan in de drie buurlanden, maar dat weerspiegelt in hoge mate een hoger productiviteitspeil. Toch moet het aanmanen tot waakzaamheid. Daarom wordt de loonvorming in België geregeld door de wet tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen. De naleving van die wet hoeft een toename van de koopkracht niet noodzakelijk in de weg te staan.

*Iedereen moet over de competenties kunnen beschikken die nodig zijn voor de arbeidsmarkt*

**De loonvorming moet voldoende rekening houden met de onderliggende fundamentals**

Zo bereikten de sociale partners eind februari 2019 een ontwerpakkoord over een maximale marge voor loonkostenstijgingen bovenop de indexering van 1,1% voor de periode 2019-2020. Omdat een van de sociale partners het akkoord niet goedkeurde, werd die marge uiteindelijk via koninklijk besluit vastgelegd. In 2019 zou er 0,7% van zijn gebruikt, wat een van de stuwende krachten is gebleken achter de forse toename van de koopkracht. Ook op mesoschaal moet de loonvorming voldoende rekening houden met de onderliggende fundamentals. Zo verschilt het productiviteitsverloop, maar ook de krapte op de arbeidsmarkt tussen bedrijven, sectoren, geografische locaties of gezochte competenties. Door daar rekening mee te houden, kan de loonvorming de gunstige dynamiek op de arbeidsmarkt beter in stand houden. Bovendien zal ze dan duidelijker weergeven waar zich de meest lonende werkgelegenheidskansen bevinden en op die manier voor meer arbeidsmobiliteit zorgen. Op microschaal wordt er, ten slotte, bij voorkeur rekening mee gehouden dat een loonvorming die, zoals in België voor de bedienden en de kaderleden, sterk wordt bepaald door de anciënniteit, de werkgelegenheidskansen van oudere werknemers vermindert en hun positie op de arbeidsmarkt verzwakt.

#### 4. De Belgische financiële sector is gezond en robuust, maar staat voor aanzienlijke structurele uitdagingen die systeemrisico's impliceren

***Een robuuste financiële sector ter ondersteuning van een duurzame economische groei***

**Vanwege zijn determinerende rol is een stabiele financiële sector van het grootste maatschappelijk belang**

33. Een robuust, efficiënt en dynamisch financieel stelsel is van essentieel belang voor economie en samenleving. Het faciliteert het betalingsverkeer van huishoudens, bedrijven en overheden, het mobiliseert spaarmiddelen en wijst die toe aan investeringsprojecten, en het ondersteunt de vermogensopbouw in de economie. Een goed presterende en evenwichtige financiële sector is aldus niet enkel een belangrijke drager van economische groei en innovatie, hij bepaalt uiteindelijk ook mee de richting en de aard van de economische ontwikkeling. Een disfunctionele of instabiele financiële sector kan echter – zoals de meest recente financiële crisis heeft aangetoond – zware en persistente economische en maatschappelijke verliezen veroorzaken. Vanwege die determinerende rol van de financiële sector is een stabiel financieel stelsel van het grootste maatschappelijk belang.
34. Het herwinnen van de stabiliteit van de Belgische financiële sector en in het bijzonder van de banken – de belangrijkste financiële dienstverleners – was een cruciale voorwaarde voor het economisch herstel. De Belgische financiële sector opereert nu in een versterkt regelgevend kader en onder strikt toezicht en kan, als gevolg van intensieve herstructureringen in het verleden, bogen op ruime en gezonde solvabiliteits- en liquiditeitsposities. De Belgische banksector – met een kernkapitaalratio van 15,1% en een liquiditeitsdekkingsratio van 136% – en de verzekeringssector – met een solvabiliteitsratio (SCR) van 187% – voldoen ruimschoots aan de solvabiliteits- en liquiditeitsvereisten van de toezichthouders. Uit stresstests onder leiding van de Europese Bankautoriteit (EBA) en de Europese Autoriteit voor Verzekeringen en Bedrijfspensioenen (EIOPA) blijkt bovendien dat deze comfortabele uitgangsposities ruimschoots volstaan om zware neerwaartse schokken op te vangen en aldus de continuïteit van de financiële dienstverlening te verzekeren en een duurzame economische groei te ondersteunen.
35. De versterkte financiële positie stelt de Belgische financiële sector ook in staat de impulsen van het accommoderend monetair beleid van de ECB via het bankkredietkanaal vlot over te

brenge op de reële economie. Het doorberekenen van de historisch lage beleidsrentes in de kredietrentes en het ruime kredietaanbod dat de Belgische banken ter beschikking stellen van de Belgische economie, hebben de kredietverlening sterk gestimuleerd en de economische groei ondersteund. Het aantrekken van de kredietcyclus in tal van EU-landen waaronder België – en de intensivering van het beroep op krediet – is echter een duidelijke waarschuwing dat er nauwlettend moet worden op toegezien dat die kredieten productief worden aangewend. Een dergelijke cyclus kan immers ontsporen indien weinig productieve kredieten tegen te soepele voorwaarden worden verstrekt, en op die manier leiden tot bovenmatige schuldposities in de private niet-financiële sector.

*De sterke monetaire beleidsimpulsen worden weerspiegeld in de historisch lage kredietrentes en in een dynamische kredietverlening*

36. Daarnaast moet worden gewaakt over een evenwichtige financiële intermediatie waarbij, ter aanvulling van de banken, ook de andere delen van de financiële sector – op basis van hun eigen comparatieve voordelen – wezenlijk bijdragen tot de gediversifieerde financiering van de economie. De aanzienlijke structurele financieringsbehoeften – bijvoorbeeld die in verband met de verbetering en de uitbreiding van de infrastructuur, de overgang naar een duurzame economie of het ondersteunen van innovatie – vereisen immers financiering op zeer lange termijn of het inzetten van voldoende risicodragend kapitaal. Niet-bancaire financiering – door verzekeringsondernemingen, pensioenfondsen of via rechtstreekse financiering op de kapitaalmarkten – is een noodzakelijke en complementaire financieringsbron waarin de banken, vanwege hun financieringsstructuur en bedrijfsmodel, niet of slechts in beperkte mate kunnen voorzien. Een meer mobiliserende spaarfiscaliteit voor huishoudens kan een aanzet geven tot een complementaire financieringswijze van de economie, die past in dit perspectief.
37. Die overgang naar een evenwichtiger en gediversifieerde financiële structuur wordt overigens ook op Europees niveau nagestreefd, met de geleidelijke invoering van de kapitaalmarktenunie die de uitbouw van liquide en geïntegreerde Europese kapitaalmarkten beoogt. De kapitaalmarktenunie is – naast de bankenunie – een belangrijke pijler van de Economische en Monetaire Unie, die niet alleen bijdraagt tot de financiële stabiliteit en de ontsluiting van de financiering voor groei en innovatie in Europa, maar die ook de private risicodeling versterkt. Er moeten echter concrete stappen worden gezet om het volle potentieel van die kapitaalmarktenunie daadwerkelijk te realiseren. Met de lancering van het High Level Forum on Capital Markets Union wil de Europese Commissie de kapitaalmarktenunie een nieuwe impuls geven en vooral inzetten op de kapitaalfinanciering van innovatieve kmo's, op de ontwikkeling van een architectuur van de Europese kapitaalmarkt en op de verbetering van de toegang tot de kapitaalmarkten voor retailinvesteers.

*Er zijn concrete stappen nodig om het volle potentieel van de kapitaalmarktenunie daadwerkelijk te realiseren*

### *Duurzame financiële stabiliteit vraagt blijvende waakzaamheid van de regelgevers en toezichhouders in een strikt risicogebaseerd kader*

38. Het behoud van een evenwichtige en stabiele financiële sector vereist een strikte regelgeving en een streng toezichtkader die rigouzeus, maar met aandacht voor proportionaliteit, worden toegepast. De lessen van de financiële crisis moeten finaal verankerd worden in een strakke en risicobeperkende regelgeving, en de toezichhouders moeten die strikt toepassen. De afwerking van dat kader is meer dan ooit noodzakelijk, zeker op een ogenblik dat het, op Europees niveau, door een deel van de sector steeds meer in twijfel wordt getrokken. Een strikt regelgevend en toezichtkader is de beste garantie voor een duurzame financiële dienstverlening die de economie ook op langere termijn kan ondersteunen.

39. Tegen die achtergrond is het belangrijk dat het uiteindelijke Bazel III-akkoord integraal en onverkort wordt omgezet in Europese regelgeving en vervolgens – waar nodig – overgenomen wordt in nationale wetgeving. De laatste componenten van het Bazel III-raamwerk beogen, enerzijds, de geloofwaardigheid van het – op interne risicowegingen gebaseerde – risicobeheer van de banken te versterken en, anderzijds, het gelijk speelveld tussen de banken te verzekeren. De implementatie, vanaf 2022, van het volledige Bazel III-akkoord zal de kapitaalvereisten van – voornamelijk grote – Europese en ook Belgische banken verhogen. Die kosten wegen echter niet op tegen de baten op lange termijn. De implementatie van het uiteindelijke Bazel III-akkoord zal de banksector immers veerkrachtiger maken en aldus niet alleen het risico op toekomstige financiële crisissen verkleinen, maar ook bijdragen tot een meer stabiele economische groei.

*Het Bazel III-akkoord maakt de banken veerkrachtiger en verkleint de kans op toekomstige financiële crisissen*

40. Met de afronding van het zogenoemde Risk Reduction Package en de publicatie van de aangepaste Europese verordening en richtlijn betreffende de kapitaalvereisten (respectievelijk CRR2 en CRDV) en de richtlijn betreffende het herstel en de afwikkeling (BRRD2) van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, werden grondige hervormingen in het Europees regelgevend raamwerk goedgekeurd. Dat pakket voorziet met name in enkele nieuwe risicobeperkende Bazel III-maatregelen met betrekking tot de solvabiliteits- en liquiditeitsvereisten – zoals de hefboomratio en de nettostabiele financieringsratio – of de minimale vereisten voor instrumenten van interne versterking – het TLAC-vereiste voor mondiale systeemrelevante instellingen; voorts versterkt en verduidelijkt het ook het reeds bestaand regelgevend kader. De omzetting van de CRDV- en BRRD2-richtlijnen in nationale wetgeving is dan ook een prioriteit. In de Belgische context – gekenmerkt door de aanwezigheid van belangrijke dochters van internationale bankengroepen – is het lokaal aanhouden van gepaste instrumenten voor interne versterking en van toereikende kapitaal- en liquiditeitsbuffers voor alle in België actieve banken – zoals bepaald in het Risk Reduction Package – van groot belang om de veerkracht van de Belgische banksector in de huidige – onvoltooide – bankenunie te blijven verzekeren. In dat verband is een ondubbelzinnige en formele regeling die binnen internationale bankengroepen onvoorwaardelijke steun garandeert, zowel in geval van afwikkeling of vereffening als bij liquiditeits- of kapitaaltekorten in delen van de groep, een noodzakelijk vereiste voor de finalisering van de bankenunie. Bij de overgang naar dit nieuwe evenwicht blijven echter lokale buffers nodig om de weerbaarheid van de sector te allen tijde te verzekeren.

*Het lokaal aanhouden van gepaste instrumenten voor interne versterking en toereikende kapitaal- en liquiditeitsbuffers is van groot belang voor de financiële stabiliteit*

41. De toenemende complexiteit en draagwijdte van de nieuwe financiële regelgeving vergt echter zware inspanningen van de financiële sector. Het is belangrijk dat het proportionaliteitsprincipe coherent wordt toegepast zodat de prudentiële vereisten in verhouding blijven tot de aard en de complexiteit van de risico's. Dat principe werd onverkort toegepast bij de herziening van de CRR en ook in de financiële regelgeving voor beleggingsondernemingen, waarbij de strenge bankreglementering uitsluitend van toepassing blijft op systeemrelevante beleggingsondernemingen en er voor kleinere instellingen een nieuwe en aangepaste regeling is uitgewerkt. Ook de Bank besteedt als toezichthouder de nodige aandacht aan de proportionele toepassing van de regelgeving en onderzoekt een aantal additionele maatregelen die tegemoet kunnen komen aan de bekommernissen van de sector. De Bank ijvert ten slotte ook voor stabiliteit in het regelgevend kader teneinde de financiële instellingen de tijd te gunnen om de reglementaire hervormingen geleidelijk te integreren in het risicobeheer en om, indien nodig, de bedrijfsmodellen aan te passen.
42. De Bank heeft ook een aantal belangrijke taken uitgevoerd in haar hoedanigheid van nationale afwikkelingsautoriteit. Naast de werkzaamheden in het kader van het gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme, heeft ze bijzondere aandacht besteed aan de instellingen die rechtstreeks onder haar ressorteren. Zo heeft ze de cyclus afgerond waarbij de minder belangrijke

kredietinstellingen minimale vereisten krijgen opgelegd wat betreft de instrumenten voor interne versterking (het zogenoemde MREL-vereiste). Als gevolg daarvan moeten de meeste kredietinstellingen naar Belgisch recht ofwel nu reeds, ofwel in de nabije toekomst aan een bindend MREL-vereiste voldoen. Die vereisten kunnen zeer belangrijk zijn om een vlotte afwikkeling te garanderen en, in uiterste gevallen, een eventueel noodzakelijk geachte staatsinterventie niet uit te sluiten. Ten slotte blijft de Bank er op Europees niveau voor ijveren om enkele potentiële struikelblokken bij het toepassen van de afwikkelingsstrategieën van bankengroepen uit de weg te ruimen. Die struikelblokken werden duidelijk naar aanleiding van een Europese oefening inzake crisisbeheer waaraan de Bank tijdens het verslagjaar deelnam, en bevestigen de relevantie van een formeel kader dat, in geval van afwikkeling, ondubbelzinnig de steun van de groep garandeert, ook binnen internationale bankengroepen.

### *De aanhoudende lagerenteomgeving zet de structurele winstgevendheid van de financiële sector steeds meer onder druk*

43. Met de bestendiging van de lagerenteomgeving en de veralgemening van de negatieve rentetarieven in een aanzienlijk deel van de wereldeconomie bevindt de financiële sector zich op onbekend terrein en neemt ook de druk op de structurele winstgevendheid gestaag toe. De financiële markten gaan er immers steeds meer van uit dat – ook in een omgeving met een structureel lagere evenwichtsrente – een sterk accommoderend monetair beleid noodzakelijk blijft om de economie te ondersteunen en de inflatiedoelstelling te bereiken. Naarmate allengs meer hefboomen van het monetair beleid worden geactiveerd en, behalve de beleidsrente, ook de marktverwachtingen en de risicopremies worden beïnvloed, wordt de prijszetting op een toenemend aantal financiële markten gedomineerd door die *low-for-long*-visie. Die prijszettingstendens weerspiegelt zich in onder meer een sterke afvlakking van de rentetermijnstructuur op de internationale geld- en obligatiemarkten, in hoge waarderingen en gedrukte risicopremies op meerdere aandelenmarkten, en in een veralgemening van negatieve rendementen op overheidsobligaties met beleggingskwaliteit of op de interbancaire markt.
44. Hoewel de huidige lage rentestand wellicht nog niet het niveau heeft bereikt waaronder het goedkoopgeldbeleid en verdere rentedalingen verkrappend beginnen te werken – de zogenoemde *reversal rate* –, wordt de structurele rentabiliteit van de sector bedreigd. De persistent lage winstgevendheid van de significante banken in het eurogebied – die met een gemiddeld rendement op het eigen vermogen van 6,4% niet opweegt tegen de kapitaalkosten – is een zware uitdaging die op termijn ook een vlotte financiële intermediatie kan verstoren. Bovendien ontstaat er een tweedeling van het Europees banklandschap waarbij de meer rendabele banken via omvangrijke investeringen hun posities bestendigen of versterken, terwijl minder rendabele – dikwijls kleinere – banken vaak minder intensief investeren. De Belgische banken hebben – mede dankzij slinkende provisies en een zeer dynamische kredietverlening die de krimpemde nettorentemarges heeft gecompenseerd – hun rentabiliteit, die op gemiddeld 8,7% wordt geraamd, al met al op peil weten te houden. Die rentabiliteit komt echter ook steeds meer onder druk te staan, vooral voor een aantal kleinere banken. Oplopende investeringskosten en hoge heffingen in de vorm van, onder meer, specifieke belastingen en bijdragen aan het garantie- en het afwikkelingsfonds, drukken de winstgevendheid, en de aanhoudende lagerenteomgeving en scherpe concurrentie op de bancaire kernmarkten bedreigen de toekomstige nettorente-inkomens – de belangrijkste inkomstenbron van de Belgische banken. In die context worden de commerciële rentemarges bovendien sterk gedrukt, soms tot niveaus die niet langer alle inherente krediet- en liquiditeitsrisico's weerspiegelen. De structurele winstgevendheid van de banksector is echter een noodzakelijke voorwaarde om de solvabiliteit ervan op langere termijn te ondersteunen en aldus de financiële stabiliteit te verzekeren.

*De rentabiliteit van de Belgische banken komt steeds meer onder druk te staan*

45. De grondige structurele aanpassingen die de verzekeringssector de laatste jaren heeft ondergaan, en waarbij de looptijden van activa en passiva beter op elkaar werden afgestemd en sommige verliesgevende portefeuilles werden afgestoten, hebben de sector al met al minder gevoelig gemaakt voor de lagerenteomgeving. Toch ondermijnen persistent lage rentes op termijn ook de leefbaarheid van het standaardverdienmodel van de verzekeringsondernemingen, vooral van die met een focus op levensverzekering. De noodzaak om bestaande verplichtingen met rentewaARBorgen af te dekken door activa met voldoende rendement, zet die ondernemingen immers aan tot een intensievere zoektocht naar investeringsrendement waarbij laagrentende, veilige activa – voornamelijk overheidsobligaties – vervangen worden door meer risicovolle activa. Daarnaast wordt door de sector systematisch ook meer flexibiliteit in de aangeboden levensverzekeringscontracten ingebouwd en zetten de lage gewaarborgde rentes een rem op de vraag naar dit type van verzekeringsproducten. Ongeacht deze aanpassingen in de bedrijfsmodellen, dienen de verzekeringsondernemingen in kwestie vooruitziend te handelen en een voorzichtig dividenduitkeringsbeleid te voeren teneinde voldoende reserves aan te leggen om ook in de toekomst hun verplichtingen te kunnen nakomen.

**Verzekeringsondernemingen moeten een voorzichtig dividenduitkeringsbeleid hanteren**

46. De negatieve rentes maken het aanhouden van liquiditeit bovendien duur en ontmoedigen aldus niet alleen het behoud van comfortabele liquiditeitsbuffers in de financiële sector, maar mogelijk ook het gepast indekken van renterisico. De Belgische banken, die als gevolg van een ruime depositofinanciering over grote liquiditeitsreserves beschikken, berekenen tot op heden die negatieve rente – net als in de meeste landen van het eurogebied – slechts in beperkte mate door aan grote bedrijven, terwijl retaildeposito's niet geraakt worden. Die ruime spaardeposito's verzekeren echter ook een stabiele financieringsbron die de banken zeer wendbaar maakt om snel, en zonder grote liquiditeitsrisico's, nieuwe investeringen op langere termijn aan te gaan.

47. Die deposito's blijven – met een inleg van € 270 miljard in gereguleerde spaardeposito's – trouwens een belangrijke drager van het netto financieel vermogen van de Belgische huishoudens, dat in het derde kwartaal van 2019 verder steeg tot € 1 090 miljard. Tegen de achtergrond van de grote geopolitieke onzekerheid en de financiële volatiliteit, bouwen de Belgische huishoudens in hun spaarbeslissingen echter meer zekerheid in en belegden ze voornamelijk in risicoarme en liquide instrumenten, bijvoorbeeld spaardeposito's. Die verschuiving naar risicoarmere beleggingsinstrumenten zorgt in de huidige lagerenteomgeving echter ook voor een zwakkere opbouw van financieel vermogen. Daarnaast blijft de schuldgraad van de gezinnen trendmatig stijgen, voornamelijk onder impuls van de sterke vraag naar hypothecair krediet. Bovendien is hij, met een geraamde 61,1 % bbp, recentelijk uitgestegen boven het eurogemiddelde van 57,9 % bbp. Die schuldgraad is niet per se problematisch – een persistent lage rente creëert immers ruimte voor een hogere evenwichtsschuldgraad. Een hogere schuldgraad maakt de economie echter wel minder weerbaar tegen grote inkomensschokken die de afbetalingscapaciteit van de huishoudens ondermijnen.

**De verschuiving naar risicoarme beleggingsproducten in een lagerenteomgeving zorgt voor een zwakkere opbouw van financieel vermogen**

***Tegen de achtergrond van toenemende systemische kwetsbaarheden heeft de Bank nieuwe macroprudentiële maatregelen genomen***

48. Een nauwgezette monitoring van de macrofinanciële ontwikkelingen en het tijdig aanpakken van eventuele systemische kwetsbaarheden is uitermate belangrijk om de financiële stabiliteit te verzekeren. De mogelijk sterk destabiliserende gevolgen van die kwetsbaarheden – in het bijzonder de zogenoemde financiële cyclus – onderstrepen de noodzaak om een proactief macroprudentieel beleid te voeren dat, ter aanvulling van het – op individuele instellingen gericht – microprudentieel beleid en van het – op prijsstabiliteit gericht – monetair beleid, de stabiliteit van het financieel



stelsel in zijn geheel bewaakt. Het macroprudentieel kader is echter van recente datum en in de praktijk nog niet volledig getest. Voor zover het macroprudentieel beleid effectief is en het de mogelijke negatieve macrofinanciële neveneffecten van een expansief monetair beleid in specifieke deelmarkten en/of landen beperkt of opvangt, ondersteunt het de facto ook het sterk accommoderend monetair beleid voor de monetaire unie als geheel.

49. Tegen de achtergrond van toenemende systemische kwetsbaarheden – zoals de aantrekkende kredietcyclus, de oplopende schuldratio's, en de ontwikkelingen op de Belgische vastgoed- en aanverwante kredietmarkten – heeft de Bank, als macroprudentiële autoriteit, enkele supplementaire macroprudentiële maatregelen genomen. In het licht van de aantrekkende kredietcyclus werd in juli 2019 – net als in tal van EU-landen waaronder Duitsland, Frankrijk en Luxemburg – de contracyclische kapitaalbuffer geactiveerd. Krachtens die maatregel, die vanaf juli 2020 bindend wordt, legt de Bank ten bedrage van ongeveer € 1 miljard supplementaire kapitaalbuffers op die de Belgische banken extra veerkrachtig moeten maken om bij een diepe recessie de oplopende kredietverliezen en -risico's op te vangen en de continuïteit van de kredietverlening aan de reële economie te verzekeren. De Bank staat klaar om in geval van grote en persistente negatieve schokken die buffers, ook tijdens de huidige opbouwfase ervan, vrij te geven.

*De Bank activeerde in 2019 de contracyclische kapitaalbuffer*

50. Daarnaast hebben diverse internationale instellingen, zoals de ECB, het ESRB, de OESO en het IMF, meermaals gewaarschuwd voor groter wordende systeemrisico's op heel wat Europese vastgoedmarkten, waaronder de Belgische. De Bank deelt die bezorgdheid. Bovenop de reeds aanzienlijke en risicovolle vastgoedblootstellingen op de bankbalansen, breiden de Belgische banken hun hypothecaire portefeuilles immers verder uit, vaak tegen voorwaarden die de krediet- of liquiditeitsrisico's onvoldoende afdekken. Zodoende versterken ze ongewild de systemische kwetsbaarheden en de stabiliteitsrisico's in het financieel stelsel. In die context en in antwoord op de ESRB-aanbeveling voor de invoering van kredietbeperkende maatregelen, heeft de Bank een nieuwe macroprudentiële maatregel genomen – in de vorm van toezichtsverwachtingen. Met de publicatie van die verwachtingen ten aanzien van minimale kwaliteitsstandaarden voor toegepaste quotiteiten en afbetalings- en schuldenlast, verschaft de Bank ijkpunten voor een gezonde hypothecaire kredietverlening. Ze gaat ervan uit dat die leidraad vanaf 2020 effectief wordt geïntegreerd in het intern risicobeheer en kredietverleningsbeleid van de banken en verzekeringsondernemingen en dat hij op termijn de instroom van buitensporige kredietrisico's op de balans beperkt. Deze nieuwe macroprudentiële maatregel is terzelfder tijd voldoende flexibel om huishoudens met goede kredietdossiers en jonge gezinnen de toegang tot krediet te verzekeren.

*Nieuwe toezichtsverwachtingen van de Bank moeten leiden naar een voorzichtiger kredietverleningsbeleid van de banken*

51. Met de activering van de contracyclische buffer en de publicatie van de toezichtsverwachtingen heeft de Bank het macroprudentieel beleid gevoelig verstrakt. Ze is van oordeel dat die nieuwe maatregelen, in combinatie met de reeds bestaande macroprudentiële kapitaalvereisten voor de systeemrelevante banken en voor de hypothecaire portefeuilles van banken die gebruik maken van interne modellen voor risicobeheer (IRB-banken), de macrofinanciële risico's voldoende afdekken. Op basis van de huidige ontwikkelingen verwacht ze op korte termijn geen nieuwe maatregelen.

### *De structurele transformatie van het financieel landschap zet zich voort*

52. De hele Europese financiële sector zal de komende jaren grondig hervormd en geherstructureerd moeten worden. Uit diverse factoren en trends – zowel binnen de financiële sector als erbuiten, vooral in verband met de overcapaciteit of met de voortschrijdende digitalisering – valt immers een ingrijpende en fundamentele transformatie van de sector af te leiden.

53. Het aanpassen van de bedrijfsmodellen aan een mogelijk langdurige lagerenteomgeving is voor de financiële sector een zware en dringende uitdaging, temeer daar die transformatie gebeurt op verzadigde financiële markten en tegen de achtergrond van een vrij trage economische groei en weinig optimistische winstvooruitzichten. In een dergelijk klimaat wordt veeleer ingezet op efficiëntieverhogende maatregelen – door kostenbesparingen of het realiseren van schaalvoordelen via onder meer de toepassing van nieuwe technologie – om de winstgevendheid duurzaam te verhogen. Als gevolg van die herstructureringen zijn, sinds de financiële crisis, in de Belgische financiële sector meer dan 20 000 banen verloren gegaan – waarvan het overgrote deel in de banksector. Dat steekt scherp af tegen de toename met meer dan 500 000 banen voor de hele Belgische economie. In een aantal gevallen zijn kostenverminderingen en interne rationalisaties echter niet voldoende en moet ook het probleem van overcapaciteit op de nationale markten in een aantal Europese landen worden aangepakt. Een zekere consolidatie van de financiële sector binnen de nationale markten via overnames en fusies, of zelfs uittreding, kan aanbeveling verdienen indien ze overdreven marktfragmentatie tegengaat en financiële instellingen laat opereren op de juiste schaal en met het juiste bereik. Voor universele banken is immers een minimale schaalgrootte vereist om de vaste kosten efficiënt te spreiden over een groot aantal activa. Hoewel *overbanking* wellicht niet de meest dwingende structurele uitdaging is voor de Belgische banken, kan de structureel lagere rentabiliteit van de kleinere Belgische banken mogelijk wel een signaal zijn dat ze niet de optimale schaal bereiken.

**De digitalisering van de financiële dienstverlening is een zware uitdaging voor de financiële sector**

54. De wereldwijde digitalisering van de financiële dienstverlening is momenteel wellicht een van de meest disruptieve innovaties én een zware uitdaging voor de financiële wereld. De overgang naar het ‘nieuwe normaal’ van een gedigitaliseerd financieel stelsel verloopt immers zeer snel en vereist van de financiële instellingen dat ze zich op korte termijn fundamenteel heroriënteren naar bedrijfsmodellen waar de klantenbeleving – gebaseerd op een efficiënte dienstverlening met een ruim en geïndividualiseerd aanbod – centraal staat. In diverse segmenten van de financiële sector duiken in een versneld tempo nieuwe digitale toepassingen op, bijvoorbeeld het digitaal bankieren of verzekeren, handelsplatforms of gerobotiseerd beleggingsadvies. Hoewel die toepassingen de klanttevredenheid van digitaal bekwame generaties kunnen verhogen door de transactiekosten te drukken of het productgamma te verruimen, moet terdege gewaakt worden over de financiële inclusie van de hele bevolking. De overschakeling naar het digitaal model vergt van de financiële sector zware inspanningen en investeringen in nieuwe technologie. Ze is echter nodig om ook in het digitaal tijdperk te kunnen overleven. In een omgeving waar netwerkeffecten en het gebruik van data centraal staan – en aanzienlijke *first mover*-voordelen opleveren –, is het van cruciaal belang dat, via de nodige investeringen en aanpassingen van de bedrijfsstrategie, voldoende snel aansluiting wordt gevonden bij de *Digital Finance Transformation*. De wait and see-houding die kleine en middelgrote instellingen vaak aannemen, is allicht geen duurzame strategie.

55. Die digitale transformatie vraagt ook een aangepast regelgevend en toezichtkader dat expliciet rekening houdt met de specificiteit van *digital finance* en dat een gelijk speelveld waarborgt tussen de bestaande financiële instellingen en de eventuele externe toetreders – in het bijzonder de BigTech-bedrijven. Dat geldt vooral in Europees verband waar de regelgever, enerzijds, op basis van de PSD2-richtlijn, betalingsmarkten en betalingsinformatie openstelt voor derde dienstverleners en, anderzijds, via de GDPR-richtlijn de toegang tot andere data strikt beperkt. Daarnaast vragen ook cyber- en IT-risico's de nodige aandacht en een gecoördineerd optreden van de toezichthouders. Als gevolg van de verreikende digitalisering en de digitale verwevenheid van de maatschappij, worden IT- en cyberrisico's steeds systemischer en is het monitoren van die risico's in de financiële sector – dat qua cyberbeveiliging als strategisch wordt beschouwd – een topprioriteit voor de Bank. Ter zake werkt de Bank samen met de relevante nationale en internationale stakeholders om de cyberweerbaarheid van de financiële sector en vooral die van de systemische banken en de kritieke financiële marktinfrastructuren te verzekeren. Ze doet dat bijvoorbeeld via het TIBER BE-raamwerk dat ethisch hacken ondersteunt.

## *Aandacht voor de brede maatschappelijke rol van de financiële sector*

56. De financiële sector draagt bovendien een belangrijke maatschappelijke verantwoordelijkheid en dient zich bewust te zijn van zijn maatschappelijke impact. Maatschappelijk verantwoord ondernemen (*Corporate Social Responsibility – CSR*) gaat immers niet alleen om een verantwoord beheer van financiële risico's, maar tevens om het ondersteunen van noodzakelijke of maatschappelijk relevante projecten. Als financieel intermediair, op het kruispunt tussen sparen en investeren, speelt de financiële sector een belangrijke rol in met name het begeleiden, financieren en ondersteunen van de transitie naar een meer duurzame economie. De Bank bepleit in dat verband een economiewijde gepaste CSR-houding met voldoende aandacht voor de transparantie inzake milieu, sociale en governanceaspecten (*Environmental, Social and Governance – ESG*) en, specifiek voor de financiële sector, de bekendmaking van maatschappelijk relevante informatie, alsook het uitbreiden van financiële dienstverlening ter ondersteuning van duurzame economische activiteiten. De financiële dienstverlening mag echter niet ten koste gaan van de financiële stabiliteit. Een risicogebaseerd toezicht blijft ook voor die activiteiten en activa noodzakelijk, onder meer vanwege het grote risico op gestrande activa – activa die als gevolg van structurele technologische en/of beleidsveranderingen hun waarde grotendeels verliezen. De Bank monitort, ten behoeve van de financiële stabiliteit, de mogelijke impact van klimaatgebonden risico's voor de banken en de verzekeringsondernemingen.
57. Tot slot, moet de financiële sector de hoogste normen en de best practices blijven naleven in zijn beleid ten aanzien van witwaspraktijken en terrorismefinanciering. Diverse recente gevallen tonen immers aan dat de financiële instellingen kwetsbaar blijven voor die praktijken – met mogelijk zware gevolgen in termen van financiële kosten of reputatieverlies. Conform de Europese richtlijn ter zake, blijft de Bank inzetten op een risicogebaseerde aanpak, met een sterke focus op de meest kwetsbare deelsectoren. De recente inbreuken in Europa tonen echter ook aan dat een geïntegreerd kader met voldoende aandacht voor grens- en sectoroverschrijdende activiteiten cruciaal is om die risico's te volgen. De recente Europese beslissingen om, op basis van intensieve informatie-uitwisseling en een nauwere – door de EBA gecoördineerde – samenwerking tussen de competente toezichthouders, een meer geïntegreerd toezichtkader uit te werken, zijn een belangrijke stap in de richting van een effectief toezicht op die praktijken en, uiteindelijk, van een maatschappelijk verantwoorde financiële dienstverlening.

***Maatschappelijk verantwoord ondernemen gaat niet alleen om verantwoord risicobeheer, maar tevens om het ondersteunen van maatschappelijk relevante projecten***

Pierre Wunsch  
Gouverneur

Brussel, 29 januari 2020





# Directiecomité



**Pierre Wunsch**  
Gouverneur



**Jean Hilgers**  
Directeur  
Schatbewaarder



**Vincent Magnée**  
Directeur



**Tom Dechaene**  
Directeur



**Tim Hermans**  
Directeur  
Secretaris



**Steven Vanackere**  
Directeur



# Regentenraad



**Pierre Wunsch**  
Gouverneur



**Jean Hilgers**  
Directeur  
Schatbewaarder



**Vincent Magnée**  
Directeur



**Tom Dechaene**  
Directeur



**Tim Hermans**  
Directeur  
Secretaris



**Steven Vanackere**  
Directeur



**Marc Leemans**  
Regent



**Pieter  
Timmermans**  
Regent



**Pieter Verhelst**  
Regent



**Yves Prete**  
Regent



**Eric Mathay**  
Regent



**Danny Van Assche**  
Regent



**Fabienne Bister**  
Regent



**Hans D'Hondt**  
Vertegenwoordiger  
van de Minister  
van Financiën