

Verslag voorgesteld door de Gouverneur namens de Regentenraad*

1. Complexe wisselwerkingen tussen korte- en langetermijnduitdagingen wegen op de wereldeconomie en op de economie van het eurogebied in het bijzonder

1. In 2014 beliep de mondiale groei, net als het voorgaande jaar, 3,3%. Zodoende bleef hij eens te meer onder de verwachting. De verscherping van de geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten en Oekraïne is daar slechts tot op zekere hoogte debet aan vermits ze tot dusver een beperkte impact heeft gehad. Een verdere escalatie zou weliswaar aanzienlijke risico's impliceren via, voornamelijk, vertrouwenseffecten en de impact op het energieaanbod. De gevolgen van de toegenomen spanningen doen zich trouwens nu reeds scherper voelen in een aantal – vaak Europese – landen die nauwe handelsbetrekkingen onderhouden met Rusland en Oekraïne. Ondanks de onrust liep de prijs van ruwe aardolie in 2014 fors terug, vooral in de tweede helft van het jaar. Ook de prijzen van andere grondstoffen daalden. Dat was deels het gevolg van de zwakke vraag in de wereldeconomie, hoewel ook gunstige aanbodfactoren een rol speelden. Terwijl het aanbod van onconventioneel gewonnen olie – voornamelijk olie afkomstig uit reservoirsteente en schalieolie – vergrootte, hielden de OPEC-landen hun productie op peil wat, bij een tanende vraag, de olieprijs zeer sterk deed dalen. Die prijsdalingen kunnen de geavanceerde economieën – meestal netto-invoerders van energie – een boost geven. Ze zorgen immers voor een flinke verbetering van de ruilvoet die op haar beurt het beschikbaar inkomen en, derhalve, de vraag stimuleert. Daartegenover kunnen ze de monetairbeleidsvoering evenwel ook complexer maken, zeker als hun impact op de inflatie verder reikt dan het directe effect. De olie-exporterende landen en andere opkomende economieën waarvoor de uitvoer van grondstoffen belangrijk is, ondergaan echter de nadelige gevolgen van deze prijsdalingen.
2. De belangrijkste reden waarom de wereldeconomie ondermaats presteert – zeven jaar na het begin van de crisis kampt ze nog steeds met overcapaciteit of, anders gezegd, ondertewerkstelling – is minder zichtbaar, maar daarom niet minder fundamenteel. Grote delen van de wereldeconomie worstelen nog steeds met de gevolgen van de crisis, met name in de vorm van een hoge schuldgraad. Tegelijkertijd dienen zich de langetermijnduitdagingen aan die zowel gelinkt zijn aan een lager groeipotentieel als gevolg van een vertraging in de productiviteit en demografische ontwikkelingen als aan de klimaatverandering. Tussen die korte- en langetermijnduitdagingen

* Een regent onthoudt zich bij Hoofdstuk 4. Een andere regent verwerpt de aanbevelingen geformuleerd in Hoofdstuk 4 en in de conclusie.

ontstaan complexe wisselwerkingen, die in 2014 hun stempel zijn blijven drukken op de economische bedrijvigheid, vooral op die in het eurogebied.

3. Verkeert de wereldeconomie, of sommige delen ervan, dan in een seculaire stagnatie? Seculaire stagnatie verwijst naar een situatie waarbij, precies vanwege dat samenspel van cyclische en structurele factoren, het evenwicht tussen sparen en investeren enkel kan worden bereikt bij een sterk negatieve reële rente. Het conventioneel monetair beleid beschikt slechts over beperkte mogelijkheden om een dergelijke rente te bewerkstelligen aangezien er voor de beleidsrente een ondergrens bestaat en de inflatie laag is. Zo kan er gedurende langere tijd te veel gespaard en te weinig geïnvesteerd worden waardoor de economie in een als het ware permanente toestand van stagnatie en ondertewerkstelling terecht dreigt te komen. Een dergelijk spaaroverschot en de bijbehorende lage rente houden bovendien aanzienlijke risico's in voor de financiële stabiliteit. Bepaalde trends en ontwikkelingen van de afgelopen jaren lijken in de richting van een dergelijke seculaire stagnatie te wijzen, zij het niet overal met dezelfde intensiteit. In Japan, bijvoorbeeld, stagneert de economie reeds geruime tijd, terwijl in het eurogebied bepaalde symptomen zichtbaar worden. Toch is de vraag niet alleen of de stagnatie een feit is, maar ook wat de mogelijkheden zijn om eraan te ontsnappen. Daartoe is een ruime beleidsmix vereist, die bovendien aangepast moet zijn aan de specifieke omstandigheden van de verschillende economieën.
4. Wat de geavanceerde economieën betreft, lijkt het risico op stagnatie het kleinst te zijn in de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk, de landen waar het herstel het verst is gevorderd. Dat de monetairbeleidsaccommodatie van de Federal Reserve en de Bank of England daarbij een belangrijke rol heeft gespeeld, betekent dat de beperkingen van het conventioneel monetair beleid – een belangrijke premisse in het debat rond seculaire stagnatie – kunnen worden weggenomen via niet-conventionele instrumenten. Voorts trokken met name de Verenigde Staten voordeel van een snellere schuldafbouw in de private sector en van het feit dat de potentiële groei er krachtiger is dan die in het eurogebied en Japan, zodat de noodzaak van een negatieve reële rente er, ondanks de forse cyclische krimp, minder groot was.
5. In de Verenigde Staten is het monetair beleid inmiddels op weg naar een geleidelijke normalisering. In oktober 2014 beëindigde de Federal Reserve haar programma van grootschalige effectenaankopen, en verwacht wordt dat ze in de loop van 2015 de rente geleidelijk zal kunnen beginnen te verhogen. Dat proces wordt het best voortgezet volgens de principes van normalisering die de Federal Reserve reeds heeft verstrekt, en begeleid door een gepaste communicatie. Zo kunnen onzekerheid en volatiliteit op de financiële markten worden ingedijkt, aangezien dat normaliseringsproces, op een ogenblik dat andere geavanceerde economieën nog de andere richting uitgaan, niet zonder gevolgen zal blijven voor de wisselkoersconstellatie en voor de internationale kapitaalstromen.
6. Sommige opkomende economieën werden in 2013 en begin 2014 reeds met een abrupte omslag van de kapitaalstromen geconfronteerd. Dat zorgde voor een inkrimping van de bedrijvigheid, al gebeurde het vaak na een periode van oververhitting die werd gekenmerkt door een oplopende inflatie en tekorten op de lopende rekening. De versoepeling van de financiële voorwaarden in de tweede helft van het jaar bood voor sommige landen echter soelaas, terwijl andere als gevolg van de scherpe olieprijsdaling onder extra druk kwamen te staan. Dat was voornamelijk het geval voor Venezuela en Rusland. In het zog van de olieprijs was de roebel in vrije val en zowel de overheid als grote staatsbedrijven en banken kampen met een herfinancieringsrisico in buitenlandse valuta.
7. Ook in China – de tweede grootste economie ter wereld – liet de groei in 2014 een lichte vertraging optekenen tegen de achtergrond van een correctie op de vastgoedmarkt, risico's in de shadow banking sector en onzekerheid over de schuldgraad van de lokale overheden. China wist evenwel profijt te trekken van de opleving van de Amerikaanse economie. Dankzij extra

ondersteuning door het budgettaire beleid – in de vorm van investeringen in sociale woningen en infrastructuur –, een ruimere liquiditeitsverstrekking en een renteverlaging door de centrale bank kwam de groei er nog op 7,4 % uit.

8. Meer fundamenteel blijkt dat ook in de opkomende economieën de potentiële groei erop achteruit is gegaan. Voor een deel wijst dat op een herbalancering naar een duurzamer groeipad zoals in China, maar het betekent eveneens dat in tal van landen de groei te lijden heeft onder beperkingen aan de aanbodzijde en onder een gebrek aan adequate infrastructuur. Een en ander is vandaag een zwakte, maar tegelijkertijd een opportuniteit voor de wereldeconomie van morgen. Het blijvend inschakelen van opkomende economieën in Azië, Latijns-Amerika en Afrika waar de bevolking nog steeds groeit en waar zowel de behoeften als het inhaalpotentieel immens zijn, biedt in principe immers grote investeringsmogelijkheden waarvoor de spaaroverschotten van de economieën met een verouderende bevolking kunnen worden ingezet en die nieuwe markten kunnen ontsluiten. Dit veronderstelt uiteraard dat de landen met een inhaalpotentieel een stabiel en efficiënt institutioneel-economisch raamwerk in de steigers zetten dat als voedingsbodem voor investeringen en duurzame groei kan fungeren, alsook dat het internationaal financieel systeem efficiënt werkt zodat het kapitaal naar de meest productieve projecten stroomt. Die mondiale dimensie en de beleidsimplicaties die ermee gepaard gaan, is van belang in het debat over de seculaire stagnatie vermits het evenwicht tussen sparen en investeren tot stand moet komen op wereldschaal.
9. In Japan moest aan het beleid van kwantitatieve en kwalitatieve versoepeling dat erop gericht was met deflatie te breken, eind oktober nog kracht worden bijgezet omdat er twijfels waren gerezen over het al dan niet geloofwaardig karakter van de stijging van de inflatieverwachtingen in de richting van de doelstelling van 2 %. Een en ander toont aan hoe belangrijk het is te vermijden dat deflatie zich in de economie gaat nestelen, want dat proces valt blijkbaar moeilijk te keren. Na de in april ten uitvoer gelegde btw-verhoging vertraagde de groei opnieuw en in de nasleep daarvan werd de tweede, aanvankelijk voor 2015 geplande verhoging uitgesteld tot 2017. De ruimte om de economie budgettaire te ondersteunen, is zogoed als onbestaand. Een langetermijnplan zou daarentegen de houdbaarheid van de overheidsfinanciën veilig kunnen stellen en structurele hervormingen kunnen bovendien het bijzonder lage groeipotentieel van de Japanse economie opkrikken.
10. Ook in het eurogebied zit de economie sterk geprangd tussen de erfenis van het verleden en de uitdagingen voor de toekomst. Het herstel is er vanaf het tweede kwartaal van 2014 opnieuw beginnen te haperen. Op jaarbasis kwam de groei op slechts 0,8 % uit en de vooruitzichten moesten eens te meer neerwaarts worden bijgesteld. Dat de groei in het eurogebied opnieuw kan stilvallen, vormt op dit ogenblik voor de wereldeconomie een groot risico.
11. De financiële en economische crisis zadelde de private en de overheidssector met een hoge schuldgraad op en liet ook in de banksector verzwakte balansen achter. Bovendien onderstreepte ze de noodzaak tot herbalancering en deed ze de werkloosheid fors toenemen. Daarenboven zorgde de overheidsschuldencrisis voor een scherpe financiële fragmentatie langs nationale grenzen, waardoor de monetairbeleidstransmissie danig werd verstoord en de kredietvoorwaarden door de banken werden aangescherpt, terwijl bancaire intermediatie precies een belangrijke rol speelt voor de financiering van de economie in het eurogebied en voor de talrijke kmo's in het bijzonder.
12. Die factoren zetten tot op vandaag een rem op het herstel. Vrijwel alle binnenlandse bestedingscomponenten bevinden zich anno 2014 nog onder het peil van 2008. Enkel de netto-uitvoer droeg positief bij tot de groei, waardoor het surplus op de lopende rekening toenam tot ruim 2,5 % bbp. Vanwege een lichte daling van de spaarquote ging de particuliere consumptie er minder sterk op achteruit dan het beschikbaar inkomen. Dit laatste had vooral te lijden onder de loonmatiging, het verlies aan arbeidsplaatsen en de forse begrotingsconsolidatie

tijdens de periode 2010-2013. De begrotingsconsolidatie drukte ook de overheidsinvesteringen die tussen 2008 en 2014 fors terugliepen. Nadat de zeepbellen op de woningmarkt van sommige landen waren gebarsten, liepen de investeringen in woongebouwen zelfs nog scherper terug, terwijl ook de bedrijfsinvesteringen in 2014 nog steeds bijna 10% onder hun peil van 2008 lagen. Oorzaak daarvan zijn de gebrekkige vraagvooruitzichten, de nog steeds lage bezettingsgraad van het productievermogen, de hoge schuldgraad van de niet-financiële ondernemingen en de krappe kredietvoorwaarden die de banken hanteren, al zorgde een ruimer beroep op marktfinanciering voor enig soelaas bij de grotere ondernemingen.

13. Toch waren er in 2014 ook een aantal positieve ontwikkelingen. Het tempo van de begrotingsconsolidatie kon worden getemperd en de werkgelegenheid nam licht toe, al bedroeg de werkloosheidsgraad eind 2014 nog steeds 11,5%. Bovendien is de financiële fragmentatie afgenomen. Na de beduidende verkleining van de rentespreads op overheidsobligaties verbeterden ook de bancaire funding kosten in de landen die het zwaarst door de crisis werden getroffen. In de loop van het jaar werden de kredietvoorwaarden er voor het eerst opnieuw licht versoepeld en de retailrentes op leningen aan niet-financiële ondernemingen reageren blijkbaar weer op de van het monetair beleid uitgaande neerwaartse impuls. De meeste van die landen knoopten ook voor het eerst sinds lang opnieuw met een positieve groei aan. Dat de economische bedrijvigheid in de loop van 2014 in de kernlanden van het eurogebied begon te haperen, geeft dan weer aan dat de crisis in het eurogebied diepgeworteld is en dat er geen eenvoudig middel bestaat om ze te bestrijden.

2. Beleidsuitdagingen in het eurogebied: vraag, aanbod én financiering van de economie

14. Doordat de economische bedrijvigheid zo lang blijft krimpen, komen er tussen de cyclische neergang en het langetermijnpotentieel – zeg maar tussen de vraag van vandaag en het aanbod van morgen – complexe interacties tot stand die, als ze niet adequaat worden aangepakt, stagnatie kunnen veroorzaken. Zo kunnen de hoge werkloosheid en de geringe investeringen, ook al zijn ze initieel cyclisch van aard, het groeipotentieel aantasten omdat er voor de arbeidsmarkt permanent talent verloren dreigt te gaan en de kapitaalvoorraad onvoldoende wordt uitgebouwd. Na de scheeftrekkingen die in de periode vóór de crisis waren ontstaan, bleek de vraaguitval in bepaalde bedrijfstakken bovendien zeer uitgesproken te zijn, wat een aanzienlijke reallocatie van middelen en een herbalancering van het aanbod noodzakelijk maakt. Omgekeerd heeft een laag groeipotentieel ook belangrijke implicaties voor de vraag van vandaag. Het weegt op het permanent inkomen en op het vertrouwen en het duwt derhalve de consumptie en de investeringen omlaag. Bovendien leidt het tot een lagere reële evenwichtsrente, zodat de problematiek van de ondergrens van de beleidsrente acuter wordt. Dat probleem kan nog scherper worden wanneer structurele hervormingen die het geringe groeipotentieel beogen te remediëren, op korte termijn de vraag afremmen en deflatoire effecten sorteren. Een en ander impliceert dat er nood is aan een alomvattende beleidsmix waarbij een macro-economisch beleid ter ondersteuning van de vraag gecombineerd wordt met aanbodverhogende structurele hervormingen en een beleid dat zorgt voor een vlottere financiering van de economie. Stimulering van de vraag en ondersteuning van het aanbod zijn immers geen substituten van elkaar, maar ze vullen elkaar aan. Het eurogebied moet terzelfder tijd groeien en hervormen.
15. Om de vraag te stimuleren, is er uiteraard een belangrijke rol weggelegd voor het monetair beleid. Door de aanzienlijke onderbenutting van de productiecapaciteit is de inflatie immers scherp gedaald, al hebben ook het prijsverloop voor energiedragers en levensmiddelen en tot voor kort de wisselkoersappreciatie daarbij een rol gespeeld. In december was de inflatie zelfs licht negatief en ook wanneer de volatielere componenten worden geweerd, kwam de onderliggende inflatie niet boven de 0,7% uit. Bovendien werden ook de inflatieverwachtingen

in de loop van het verslagjaar neerwaarts bijgesteld. Dat gebeurde op korte, op middellange en – later in het jaar – zelfs op lange termijn. Er dient zich een té lange periode van lage inflatie aan, wat op zijn beurt het herstel in gevaar dreigt te brengen. Dalende inflatieverwachtingen duwen de reële rente immers omhoog, wat zorgt voor minder consumptie en minder investeringen. De lage inflatie bemoeilijkt bovendien het in de private en de overheidssector aan de gang zijnde proces van schuldafbouw en ze vertraagt het bijsturen van de onderlinge concurrentieposities binnen het eurogebied. Het is derhalve niet voldoende deflatie te vermijden; het komt erop aan de inflatie snel opnieuw in de buurt van 2 % te brengen, conform de definitie van prijsstabiliteit van de Raad van Bestuur van de ECB.

16. Om desinflatie tegen te gaan, verlaagde de Raad van Bestuur in juni en in september de beleidsrentes. Zowel de rente op de basisherfinancieringstransacties als die op de depositofaciliteit, die bij een liquiditeitsoverschot aan relevantie wint, werd met telkens 10 basispunten gereduceerd tot respectievelijk 5 en –20 basispunten. Zodoende is de ondergrens voor de beleidsrente bereikt. In juni werd bovendien een reeks Targeted Longer Term Refinancing Operations (TLTRO's) aangekondigd en in september werden aankoopprogramma's van Asset Backed Securities (ABS) en gedekte obligaties gelanceerd. Die extra maatregelen beogen elk via hun specifieke kanalen de bancaire kredietverlening aan de niet-financiële private sector te stimuleren vermits de zwakke kredietgroei het herstel nog steeds in de weg staat.
17. Op zijn eerste monetairbeleidsvergadering van 2015 heeft de Raad van Bestuur de voornoemde aankopen van door de private sector uitgegeven effecten ingepast in een uitgebreid programma voor de aankoop van activa. Vanaf maart 2015 zullen op de secundaire markt ook obligaties worden gekocht die zijn uitgegeven door centrale overheden en agencies en door Europese instellingen. De gecombineerde aankopen zullen € 60 miljard per maand belopen. Het is de bedoeling met die aankopen door te gaan tot ten minste september 2016 en in ieder geval tot wanneer een duurzame aanpassing blijkt van het inflatieprofiel – sporend met de doelstelling van een inflatie onder, maar dicht bij 2 % op middellange termijn. Dat programma zal niet enkel een impact hebben op het rendement van de aangekochte activa maar, via een portefeuilleherschikking, ook op andere activaprijzen en het zal banken tot meer kredietverstrekking aanzetten. Zodoende zorgt het voor een meer veralgemeende versoepeling van de financiële voorwaarden. Bovendien heeft het een belangrijke signaalfunctie en versterkt het de vooruitlopende aanwijzingen van de Raad van Bestuur dat de beleidsrentes geruime tijd op hun huidig laag peil zullen worden gehandhaafd. Dat signaal is des te sterker omdat aan het tot dusver gevoerde beleid van kredietversoepeling een belangrijke kwantitatieve component wordt toegevoegd: de omvang van de centralebankbalans wordt niet langer bepaald door de vraag naar herfinancieringstransacties vanwege de kredietinstellingen – de reden trouwens waarom de balans het afgelopen anderhalf jaar aanzienlijk korter is geworden –, maar hij wordt via effectenaankopen actief gestuurd door de monetaire autoriteit zelf. De omvang en samenstelling van de balans alsook het expansietempo ervan zijn beleidsparameters die beschikbaar blijven, ook nadat de beleidsrentes hun ondergrens hebben bereikt. Door het gebruik van die parameters expliciet te koppelen aan de doelstelling om de inflatie terug naar 2 % te brengen, wordt de impact op de inflatieverwachtingen bovendien versterkt.
18. Hoewel de weerslag op de korte rente beperkt was – een consequentie van de ondergrens voor de beleidsrente – resulteerde een en ander in een ernstige afvlakking van de rendementscurve voor risicoloze debiteuren. Zo was de rente op Duits tienjaars overheidspapier eind januari 2015 gedaald tot ongeveer 0,4 %. Bovendien bracht de lagerenteomgeving ook een zoektocht naar rendement op gang, waardoor de premies, vervat in de prijzen van de meer risicodragende financiële activa, verder daalden. Die beweging won door de aankondiging van het uitgebreid programma voor de aankoop van activa begin 2015 nog aan kracht. Omdat de monetairbeleidskoers steeds meer ging afwijken van de oriëntatie in andere belangrijke geavanceerde economieën, werd het langerenteverloop in het eurogebied bovendien volledig

losgekoppeld van dat in de Verenigde Staten en deprecieerde de euro fors tussen mei 2014 en januari 2015, evenzoveel factoren die aan het herstel kracht kunnen bijzetten en de inflatie kunnen ondersteunen. In lijn daarmee lieten de inflatieverwachtingen in januari 2015 de eerste tekenen van een ommekeer zien.

19. Wegens de zwakte aan de vraagzijde van de economie is het zaak dat ook het begrotingsbeleid de marges aanwendt waar ze beschikbaar zijn, temeer daar dat beleid aan efficiëntie wint op het ogenblik dat de beleidsrente haar ondergrens bereikt. Toch mag er niet aan worden voorbijgegaan dat die marges beperkt zijn, niet alleen vanwege het bestaan van het Stabiliteits- en groeipact en de bijbehorende governance, maar ook omdat de gemiddelde schuldgraad in het eurogebied inmiddels al opgelopen is tot bijna 95 % bbp; in verschillende landen belooft hij zelfs beduidend meer dan 100 %. Het Pact moet worden gerespecteerd omdat het ervoor zorgt dat de overheden, in de specifieke context van de economische en monetaire unie, zowel in de ogen van de financiële markten als in die van de huishoudens en bedrijven geloofwaardig blijven. Uit dat oogpunt heeft de Europese Commissie er, bij haar beoordeling van de ontwerpbegrotingen voor 2015, voor gewaarschuwd dat zeven landen, waaronder België, Frankrijk en Italië, het risico lopen de bepalingen van het Pact niet te zullen naleven; ze heeft echter ook aangegeven dat Duitsland over een ruime marge beschikt – ongeveer 1 % bbp – om de overheidsinvesteringen aan te zwengelen. Doordat het Pact bovendien op de structurele saldi focust, laat het de automatische stabilisatoren volop hun werk doen en kunnen de rentelasten en het primair saldo als communicerende vaten functioneren, zodat de monetairbeleidsaccommodatie het werk van de begrotingsautoriteiten op zeer directe wijze vergemakkelijkt. Voorts moet het begrotingsbeleid groeivriendelijker worden samengesteld door de lasten te verlagen en ze te verschuiven naar heffingsbronnen die minder schadelijk zijn voor de werkgelegenheid en door de uitgaven te oriënteren naar investeringen. Ten slotte kan ook het investeringsplan van de Europese Commissie de economische opleving schragen en zal deelname door nationale overheden worden aangemoedigd middels een gunstige behandeling in het Europees begrotingsraamwerk. Overheidsinvesteringen vertrekken het best vanuit de bestaande infrastructuur die vaak aan onderhoud en vernieuwing toe is terwijl, bij nieuwe initiatieven, voorrang kan worden verleend aan de verdere uitbouw van de connecties tussen de netwerkindustrieën van de verschillende lidstaten en aan de vermindering van de uitstoot van broeikasgassen.
20. Tegen de achtergrond van een hoge schuldgraad in zowel de private als de overheidssector, de oprukkende vergrijzing, de trage productiviteitsgroei en een risico op toenemende structurele werkloosheid, zijn ook hervormingen vereist ter versterking van de aanbodzijde van de economie. Dergelijke hervormingen zullen een efficiënte vraagondersteuning in de hand werken. Rooskleuriger toekomstperspectieven korten immers het proces van schuldafbouw in, creëren meer bestedingsmogelijkheden voor huishoudens, bedrijven en overheden en zetten aan tot investeren. Tevens zorgen ze ervoor dat de vraag naar de juiste sectoren wordt gekanaliseerd en dat, door in te zetten op de kwaliteit van het arbeidsaanbod en op activering, het verloop van de werkgelegenheid sneller op de toename van de vraag weet te reageren. Het kordaat aanvatten van structurele hervormingen kan de toekomst bovendien minder onzeker maken, waardoor het voorzorgssparen zal afnemen.
21. In de landen die het zwaarst door de crisis werden getroffen, zijn de hervormingen het snelst gevorderd. Dat proces begint vruchten af te werpen aangezien de landen in kwestie weer aanknopen met economische groei. Toch kan niet worden ontkend dat die hervormingen, vanwege sterk gefocust op het bewerkstelligen van zogeheten interne devaluaties, op korte termijn een rem hebben gezet op de vraag. Door ook de arbeids- en productenmarkten te hervormen en via het innovatieproces een productiviteitsverhoging na te streven liever dan alleen maar een kostenvermindering, zullen de structurele hervormingen expansiever van aard zijn. Dergelijke hervormingen eveneens ten uitvoer leggen in de kernlanden van het eurogebied, die op dat vlak achterophinken, zal het effect ervan niet alleen versterken, maar

voor de landen die reeds hervormd hebben ook meer afzetmogelijkheden creëren zodat zij hun verscherpte concurrentiekracht beter zullen kunnen valoriseren. Een dergelijke alomvattende en evenwichtiger aanpak zal ook een breder maatschappelijk draagvlak creëren.

22. Het herbalanceren van de financiële posities is een ander belangrijk facet van de structurele aanpassingen die nodig zijn om het groeipotentieel in Europa tot ontwikkeling te brengen. De crisis heeft aangetoond hoe de economische actoren ontsporingen kunnen veroorzaken door buitensporig veel krediet op te nemen. Gebleken is tevens welke schade de financiële instellingen zelf kunnen aanrichten als ze die situatie in de hand werken door misbruik te maken van de lacunes in de reglementering en een overdreven beroep te doen op de schuldhefboom. De autoriteiten hebben de afgelopen jaren geijverd om via een omvangrijk hervormingspakket de excessen weg te werken. Toch mag bovenmatige voorzichtigheid noch bij de kredietnemers noch bij de financiële instellingen aanleiding geven tot obstructies. Een en ander zou beletten dat het krediet zijn rol in het economisch herstel ten volle kan spelen.
23. De oprichting van de bankenunie zal een van de hoekstenen zijn van dat vertrouwensherstel. Door een alomvattende beoordeling, het zogeheten comprehensive assessment – CA, van de kwaliteit van de bankactiva en van het vermogen van de banken om economische en financiële schokken op te vangen, heeft de ECB er zich willen van vergewissen dat het gemeenschappelijk toezichtsmechanisme (GTM) waarmee ze is belast, op een solide basis van start kon gaan. Naast de lessen die uit dat assessment konden worden getrokken voor individuele landen en instellingen, werden de algemene conclusies ervan positief onthaald. Door meer klaarheid te scheppen over de aangelegde voorzieningen en over de procedures inzake het herstructureren of herhaaldelijk verlengen van kredieten, zou de activabeoordeling, via haar positieve impact op de praktijken voor het verlenen en volgen van bankleningen, de allocatie van financiële middelen in het eurogebied efficiënter moeten maken. De resultaten van de stresstests stroken kennelijk met de verwachtingen, temeer daar tal van banken tijdens de eerste maanden van 2014 op het eindresultaat van het CA hadden geanticipeerd met een kapitaalverhoging. De markten hebben het overigens op prijs gesteld dat de ECB de gegevens transparant en exhaustief bekend heeft gemaakt. Deze inspanning op het vlak van communicatie betrof niet enkel de resultaten, maar ook de specifieke herstelmaatregelen die de instellingen die niet aan de vereiste minima voldoen, moeten nemen.
24. Het is van belang dat het uniformiseren van de nationale regelgevingen en praktijken alsook het afstemmen ervan op de beste toezichtspraktijken zo goed mogelijk samengaan met de grondige bankkennis die de nationale toezichthouders tijdens hun vele contacten met de individuele instellingen hebben opgebouwd. Daartoe zijn twee grote coördinatiestructuren opgezet. Enerzijds worden alle 130 banken die rechtstreeks onder het toezicht van de ECB vallen, gecontroleerd door een gezamenlijk toezichtsteam dat bestaat uit personeel van de ECB en van de nationale autoriteiten en dat wordt geleid door een ECB-coördinator. Anderzijds maken een aantal transversale functies met betrekking tot, bijvoorbeeld, het verlenen van vergunningen, het organiseren van inspecties ter plaatse, het onderzoek van de interne modellen, het toezichtsbeleid of de uitwerking van de methodologie elk apart het voorwerp uit van discussies binnen netwerken van nationale experts, dit teneinde ervaringen te delen en de te volgen procedures nauwkeuriger te bepalen.
25. De instelling van het GTM is ondenkbaar zonder een gemeenschappelijke afwikkelingsstructuur in geval van bankcrisisen, op het gevaar af de belastingplichtigen van een bepaald land als enigen te laten opdraaien voor beslissingen die voortaan op supranationaal niveau worden genomen. Dat is precies de bestaansreden van de twee andere onderdelen van de bankenunie, waarvan het ene, de invoering van een gemeenschappelijk depositogarantiestelsel, zich momenteel nog in het stadium van een harmonisering van de nationale systemen bevindt, terwijl het andere, de instelling van het gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme (GAM), geregeld is krachtens een Europese verordening van 15 juli 2014. Dat nieuwe mechanisme

functioneert op basis van, enerzijds, een afwikkelingsraad die belast is met het voorbereiden van de afwikkelingsplannen en -kaders voor alle banken die onder het rechtstreeks toezicht van de ECB vallen en, anderzijds, een afwikkelingsfonds dat wordt gefinancierd door bijdragen van de banken via nationale segmenten die geleidelijk zullen worden gepoold. Ter naleving van deze verordening, die iedere lidstaat verzoekt een nationaal afwikkelingscollege op te richten, is krachtens de organieke wet van de Bank een nieuw orgaan in het leven geroepen, het Afwikkelingscollege, dat onder voorzitterschap van de gouverneur belast is met de uitvoering van deze nieuwe opdracht.

26. De oprichting van de bankenunie dekt niet alle activiteiten inzake financiële intermediatie. Dat de banken in Europa het overwicht hebben, wordt trouwens vaak beschouwd als een structurele handicap van de EU ten opzichte van andere economieën, in het bijzonder die van de Verenigde Staten die, om de mogelijkheden inzake kredietverlening en het aantrekken van spaargeld te diversifiëren, een veel ruimer beroep doen op de effectenmarkt. De Europese Commissie wil dus van start gaan met een project tot eenmaking van de kapitaalmarkten, waarmee ze bevestigt dat de talrijke harmoniseringsmaatregelen die ze reeds heeft genomen in het kader van de eengemaakte markt, ontoereikend zijn om een volwaardig alternatief voor bankfinanciering te ontwikkelen. Tal van discrepanties fragmenteren op dit ogenblik nog de financiële centra in Europa, niet alleen inzake marktreglementering, maar ook op het vlak van boekhoudnormen, opdrachten van revisoren, faillissementswetgeving, belasting op roerende inkomsten, of nog, werkings- en controleprocessen van de financiële infrastructuur. In een minder duidelijk afgebakende sector dan die van de banken zal het erop aankomen dat, naast de efficiëntiewinsten die ontstaan dankzij vlotter functionerende markten, wordt voorkomen dat zich activiteiten zouden ontwikkelen of dat er financiële instellingen zouden opduiken met als enige bestaansreden de prudentiële regelgeving te omzeilen.
27. De lusteloze economische omgeving vereist dan wel een accommoderend monetair beleid, maar de zeer lage nominale rentes kunnen op de financiële markten nieuwe excessen teweegbrengen en ze drukken de winsten van de financiële ondernemingen. Teneinde hun rentabiliteit te vrijwaren, kunnen deze laatste ertoe gebracht worden op zoek te gaan naar kwalitatief minder hoogstaande, maar renderender activa. Dit impliceert een uitdaging voor de centrale banken die er, enerzijds, moeten trachten voor te zorgen dat er meer economische risico's worden genomen terwijl ze, anderzijds, moeten maken dat de financiële risico's niet al te sterk toenemen. Een en ander heeft de autoriteiten ertoe aangezet hun actiemiddelen uit te breiden via het voeren van een macroprudentieel beleid. Zodoende kan het monetair beleid op zijn primaire doelstelling focussen – het behoud van prijsstabiliteit –, wat overigens in de eerste plaats positieve spillovereffecten sorteert op de financiële stabiliteit, en kan het macroprudentieel beleid de neveneffecten van de monetairbeleidsaccommodatie en de mogelijke risico's die daarmee gepaard gaan indijken.
28. De ontwikkeling van dit nieuwe beleid, dat lange tijd beperkt bleef tot de conceptuele dimensie, is kort geleden in een operationele fase terechtgekomen. Heel wat landen uit het eurogebied hebben recentelijk zogenoemde macroprudentiële maatregelen genomen teneinde in sommige specifieke sectoren, bijvoorbeeld de vastgoedsector, het risico van overdreven kredietgroei af te wenden ofwel zich te beschermen tegen een sterke risicoconcentratie als gevolg van, onder meer, de aanwezigheid van enkele zeer grote marktdeelnemers die op de markten een systeemkritische positie hebben verworven. Deze gerichte tenuitvoerlegging van het macroprudentieel beleid heeft als voordeel dat kan worden gefocust op de potentiële oorzaken van instabiliteit.
29. Het macroprudentieel beleid blijft nauw verbonden met het microprudentieel beleid waarmee het een groot gedeelte van zijn actiemiddelen deelt. Een afgebakende tenuitvoerlegging van macroprudentiële maatregelen behelst overigens meestal een notie van geografische dekking, die niet mag indruisen tegen het streven om de gemeenschappelijke verworvenheden van de

bankenunie en van de Europese eengemaakte markt te vrijwaren en verder te ontwikkelen. Deze talrijke verwevenheden kunnen de huidige complexe Europese regelgeving inzake de tenuitvoerlegging van het macroprudentieel beleid verklaren, zonder ze evenwel te rechtvaardigen. De Bank die, krachtens de wet van 25 april 2014, gelast is dit nieuwe beleid in België ten uitvoer te leggen, heeft die bepalingen in acht moeten nemen bij haar eerste twee macroprudentiële maatregelen inzake hypothecaire kredieten en tradingactiviteiten. De regelingen op Europees niveau, die de categorieën bruikbare instrumenten aangeven, maar die ook voorzien in gedetailleerde kennisgevings- en toestemmingsprocedures, moeten absoluut worden vereenvoudigd opdat deze nieuwe beleidsvoering efficiënt zou kunnen worden gecoördineerd tussen de ECB, de nationale macroprudentiële structuren en de Europese autoriteiten.

3. De Belgische economie in 2014: haperend herstel, teruglopende inflatie en lage rente

30. In België groeide de economie in 2014 met 1 %, wat meer was dan tijdens de twee voorgaande jaren. Net als in het eurogebied werd de groei in de loop van het jaar echter minder dynamisch. De werkgelegenheid nam met 15 000 eenheden toe, wat het beschikbaar inkomen en de particuliere consumptie ondersteunde; deze laatste trok met zowat 1 % aan. Toch bleek de werkgelegenheidscreatie ontoereikend om de aanwas van de beroepsbevolking op te vangen. De werkloosheidsgraad steeg derhalve tot 8,6 %. Ook de investeringen in woongebouwen en de bedrijfsinvesteringen gaven opnieuw positieve groeicijfers te zien, maar ze blijven onder hun niveau van vóór de crisis. Dat de niet-financiële ondernemingen nog steeds weigerachtig zijn om zwaar te investeren, blijkt ook uit het feit dat ze minder nieuwe verplichtingen wensen aan te gaan en dat hun cashbuffer zeer groot blijft. Ook de negatieve groeibijdrage van de voorraadvorming wijst op twijfels over de duurzaamheid van het herstel. De in de loop van het jaar opgetekende vertraging van de vraag op de buitenlandse afzetmarkten en, daarbij aansluitend, van de uitvoer is daar hoegenaamd niet vreemd aan.
31. De inflatie van haar kant liep verder terug van 1,2 % in 2013 tot 0,5 % in 2014. Aan het einde van het jaar was ze zelfs negatief. Debet daaraan was het prijsverloop van levensmiddelen en – gelet op de forse prijsdaling voor ruwe aardolie en de verlaging van de btw op elektriciteit – vooral dat van energiedragers, terwijl de onderliggende inflatietendens met 1,5 % vrijwel even hoog bleef als in 2013. De loonstijgingen tijdens de periode 2012-2013 komen immers met een zekere vertraging tot uiting in het prijsbeloop, terwijl het voor een aantal diensten bovendien nog steeds gangbaar is de prijs te indexeren aan de hand van de voorbije (en dus hoge) inflatie. In 2014 liep de stijging van de uurloonkosten in de private sector evenwel sterk terug tot 0,7 % nadat ze in 2012 en 2013 achtereenvolgens 3,2 en 2,4 % had bedragen. Door de vermindering van de inflatie brokkelde de indexeringscomponent fors af, terwijl er als gevolg van de loonstop geen conventionele loonsverhogingen bovenop de index waren en de wage drift op een weinig dynamische arbeidsmarkt zeer gematigd bleef.
32. De lagerenteomgeving had een belangrijke impact op het bestedings- en spaarpatroon van de verschillende economische actoren, op hun financiële transacties en op hun vermogenspositie. Dat effect verschilt echter afhankelijk van het feit of die actoren een netto financieel vermogen of nettoverplichtingen hebben. Bovendien speelt ook de samenstelling van de tegoeden en verplichtingen een rol. De Belgische economie in haar geheel beschikte eind september 2014 over een netto financieel vermogen van 35 % bbp. Dat weerspiegelt aanzienlijke nettotegoeden voor de huishoudens – naar rato van 225 % bbp –, terwijl de bedrijven en de overheid nettoverplichtingen hebben.
33. De afgelopen jaren heeft de rentedaling het inkomen uit vermogen van de huishoudens dan ook aangetast. Omdat dit inkomen traditioneel grotendeels wordt gespaard, viel het effect

op de particuliere consumptie evenwel beperkter uit. Samen met het tanende belang van het inkomen uit vermogen is de totale spaarquote immers geslonken. Die daling kan ook in de hand zijn gewerkt doordat de rentedaling het sparen ontmoedigt en door het opwaarts vermogenseffect dat ze sorteert. De toename van het nettovermogen van de huishoudens was de laatste vijf jaar immers voor een deel toe te schrijven aan hogere waarderingen, zowel voor financiële activa als voor vastgoed, en de rentedaling was daar een van de stuwende krachten achter. In de loop van 2014 oriënteerden de huishoudens hun nieuwe beleggingen deels naar risicovollere activa teneinde hun rendement op peil te houden. Vanwege de nog steeds grote onzekerheid bleef niettemin een groot deel van hun spaargeld naar liquide kortetermijnactiva gaan, ondanks de zeer lage korte rente, in het bijzonder die op spaardeposito's. De rentedaling voor hypothecair krediet bleek voor een gedeelte van de huishoudens dan weer een opportuniteit om eerder aangegane hypothecaire leningen tegen interessantere voorwaarden te herfinancieren. Ze was tevens een van de factoren achter de weliswaar milde opleving van de investeringen in woongebouwen.

34. In tegenstelling tot de huishoudens hebben de niet-financiële ondernemingen aanzienlijke netto financiële verplichtingen, zodat de rentedaling hun financieringskosten drukt en zodoende de economie ondersteunt. In 2014 gingen vooral de rentes voor langlopend bankkrediet en bedrijfsobligaties verder naar beneden. Voor de grote Belgische ondernemingen met een goede credit rating bleek de uitgifte van bedrijfsobligaties en genoteerde aandelen in 2014 eens te meer een aantrekkelijk alternatief voor bancaire financiering, terwijl ook de beschikbaarheid van bankkrediet verbeterde, zelfs voor kmo's. Voor de financiële instellingen en de stabiliteit van het financieel stelsel brengt de lagerenteomgeving dan weer niet te onderschatten uitdagingen met zich. Die worden verderop toegelicht.
35. Met een brutoschuldgraad die in 2014 ruim 106% bbp beliep, ziet de overheid, dankzij de rentedaling, haar rentelasten verminderen. In de loop van 2014 werd de rente op kortlopend, door de Belgische Schatkist uitgegeven papier zelfs licht negatief, terwijl de tienjaarsrente in januari 2015 teruggelopen was tot ongeveer 0,6%. Ten opzichte van 2008 zijn de rentelasten op de overheidsschuld aldus reeds met 0,7% bbp geslonken en voor de komende jaren ligt een verdere daling in het verschiet. Het volle effect wordt immers pas bereikt nadat alle schuld die tegen hogere rentes werd gefinancierd, op vervaldag is gekomen. Zodoende treedt ten voordele van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën een belangrijke stabiliserende factor in werking die de weerslag, op de schuldgraad, van zowel een conjunctuurverslechtering als een eventuele desinflatie helpt op te vangen. Deze laatste factor kan zich in België de komende jaren nog scherper doen voelen als gevolg van de loonmatiging.
36. Ondanks de verder teruglopende rentelasten groeide het overheidstekort opnieuw van 2,9% bbp in 2013 tot 3,2%. Het proces van begrotingsconsolidatie dat eind 2011 inzette en tijdens de periode 2012-2013 voor een verbetering van het structureel saldo met nagenoeg 1 procentpunt zorgde, kwam in het verkiezingsjaar 2014 tot stilstand. De begrotingsinspanning over de gehele periode 2011-2014 bleef bovendien zeer bescheiden in vergelijking met die in het eurogebied. Binnen de kruitlijnen van het Stabiliteits- en groeipact heeft België immers gekozen voor een geleidelijk proces van begrotingsconsolidatie dat, op de tweede helft van 2011 na, tot vandaag het vertrouwen van de financiële markten is blijven genieten. Tal van andere landen uit het eurogebied werden daarentegen gedwongen de inspanning te frontloaden waardoor hun begrotingsbeleid sterk procyclisch werd, en dan nog wel op een ogenblik dat de financiële fragmentatie hen ook afsneed van de versoepeling van het monetair beleid. Dat in België aldus een minder restrictieve macro-economische beleidsmix tot stand is gekomen, verklaart mee waarom de economie in ons land de crisis tot dusver beter heeft weten te doorstaan.
37. Toch ziet de Belgische economie zich voor zware uitdagingen geplaatst, die vooral te maken hebben met de voortschrijdende mondialisering en met de vergrijzing van de bevolking. Deze laatste weegt bijvoorbeeld op het arbeidsaanbod en heeft daardoor belangrijke implicaties

voor het toekomstig groeipotentieel, terwijl ze ook zware begrotingskosten meebrengt. Volgens de Studiecommissie voor de vergrijzing zullen die kosten tegen 2040 naar raming bijna 6 % bbp belopen en de Europese Ageing Working Group maakt in haar schattingen, die op andere hypothesen gebaseerd zijn, gewag van nog grotere uitgavenstijgingen. Dergelijke uitdagingen vragen om strategische antwoorden. Het veiligstellen van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën is er daar één van en de geleidelijke aanpak van de laatste jaren impliceert dat de inspanning nog grotendeels moet worden geleverd. Daarnaast moet de bijzonder lage werkgelegenheidsgraad – slechts twee op de drie personen uit de bevolking op arbeidsleeftijd zijn aan de slag – dringend naar omhoog. Een derde beleidsprioriteit, ten slotte, is het versterken van het groeipotentieel en de productiviteit van de Belgische economie via innovatie en concurrentievermogen. De wisselwerkingen tussen deze verschillende domeinen zijn groot. De hoge overheidsuitgaven die, ongerekend de rentelasten, in 2014 ruim 51 % bbp beliepen, gaan immers gepaard met een zware fiscale en parafiscale druk die bovendien disproportioneel zwaar weegt op de factor arbeid, wat de economie hindert in het creëren van banen. Sommige van die uitgaven ontmoedigen tevens deelname aan de arbeidsmarkt of belonen zelfs een vervroegde uitstap. Het onvermogen om voldoende werkgelegenheid en groei te creëren – vooral in de private sector – ondermijnt dan weer het economisch draagvlak voor het handhaven van een hoge graad van sociale bescherming en van een uitgebreid aanbod van overheidsdiensten die elk op zich nochtans een onderdeel vormen van de maatschappelijke keuzen. Wordt geen actie ondernomen, dan kan die onderlinge afhankelijkheid tot een onhoudbare situatie leiden. Doortastend optreden in elk van de genoemde domeinen kan echter een zichzelf voedende positieve spiraal op gang brengen die zorgt voor duurzame groei, banencreatie in de private sector en gezonde overheidsfinanciën en die zodoende de basis legt voor een hoge levensstandaard en voor de vrijwaring van het Belgisch sociaal model.

4. Duurzame groei, banencreatie en gezonde overheidsfinanciën leggen de basis voor een hoge levensstandaard en voor de vrijwaring van het Belgisch sociaal model

38. Reeds tijdens de vorige legislatuur pakte de regering de structurele zwakheden van de Belgische economie aan. Er werd een aanvang gemaakt met de begrotingsconsolidatie, er werden pensioen- en arbeidsmarkthervormingen ten uitvoer gelegd en er werden maatregelen genomen om de mededinging in de netwerkindustrieën te verscherpen en de bedrijven concurrentiekrachtiger te maken. De nieuwe federale regering, die in oktober 2014 het vertrouwen van het parlement kreeg, alsook de regeringen van de gemeenschappen en gewesten plannen verdere stappen op die weg.
39. Weer staat een pensioenhervorming centraal. In 2025 en 2030 zal de wettelijke pensioenleeftijd op respectievelijk 66 en 67 jaar worden gebracht. Ook de voorwaarden voor een vervroegde pensionering worden verder verstrengd, wat nodig is om het verschil tussen de wettelijke en de effectieve pensioenleeftijd snel verder te verkleinen. Bij de berekening van de pensioenuitkering zal bovendien een puntensysteem worden ingevoerd, zal meer rekening worden gehouden met het aandeel van de gewerkte periodes en zal het ambtenarenpensioen dichter bij het stelsel van de private sector worden gebracht. De concrete uitvoeringsbepalingen moeten, na overleg binnen het op te richten Adviserend Nationaal Pensioencomité, nog worden vastgelegd en daarbij moet rekening gehouden worden met het garanderen van de adequaatheid van de pensioenen en de betaalbaarheid van de gezondheidszorg. Loopbaanverlenging is een structurele hervorming die niet alleen op lange, maar ook reeds op korte termijn gunstige effecten sorteert.
40. Op lange termijn draagt ze ertoe bij dat het arbeidsaanbod op peil blijft, wat op zijn beurt de potentiële groei ondersteunt. Opdat dit zo efficiënt mogelijk zou gebeuren, moet echter

ook aandacht worden besteed aan de verloning en moeten de ondernemingen oog hebben voor de invulling van de langere loopbaan. In bepaalde gevallen blijkt de verloning immers te stijgen naarmate de anciënniteit toeneemt, zonder dat daar evenwel een evenredige productiviteitsstijging tegenover staat. De loopbaaninvulling van haar kant is er onvoldoende op gericht oudere werknemers met succes aan de slag te houden. Oog hebben voor productiviteit, inzetbaarheid en specifieke loopbaan kenmerken van oudere werknemers is dan ook cruciaal opdat de hervorming zou slagen en daarbij is een belangrijke rol weggelegd voor de sociale partners. Dankzij hun terreinkennis zijn zij immers goed geplaatst om de noodzakelijke loopbaanverlenging kwalitatief gestalte te geven en ze op die manier efficiënter te maken, zowel uit economisch als uit sociaal oogpunt.

41. Omdat loopbaanverlenging eveneens de aan de vergrijzing verbonden budgettaire kosten drukt, kan ze op korte termijn het begrotingsbeleid een zekere ademruimte geven. De hoge vergrijzingskosten zijn immers de reden waarom België volgens het Europees begrotingsraamwerk een ambitieuze middellangetermijndoelstelling moet nastreven – namelijk een structureel overschot van 0,75 % bbp. Ook al is het vooralsnog te vroeg om nauwkeurig te berekenen welke impact de pensioenhervorming op de budgettaire vergrijzingskosten heeft en, derhalve, om na te gaan wat de implicaties ervan zijn voor de middellangetermijndoelstelling, het kan niet worden ontkend dat ze een positieve invloed heeft op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Meer duidelijkheid over de precieze inhoud van de hervorming zou voor de huishoudens bovendien een factor van onzekerheid wegnemen, waardoor ook hun sparen voor de oude dag naar omlaag kan.
42. Werkgelegenheid en concurrentiekracht zijn een tweede pijnpunt voor de Belgische economie. In de marktsector moeten dringend meer arbeidsplaatsen worden gecreëerd. De sedert het jaar 2000 opgetekende nettobanencreatie kwam immers grotendeels buiten die sector tot stand en werd overwegend door de overheid gefinancierd. Ook in dit domein zijn er nieuwe stappen in de goede richting, maar de uitdaging is zó groot dat geen enkele hefboom onbenut mag blijven.
43. Om de vraag naar arbeid te stimuleren, wordt het beleid van loonbeheersing in een kleine open economie zoals de Belgische, het best voortgezet. Daartoe wordt, via de zogeheten indexsprong, de loonindexering tijdelijk opgeschort en worden de loonstijgingen bovenop de index gedurende de periode 2015-2016 verder gematigd, behalve indien de concurrentiekracht ten opzichte van de drie buurlanden inmiddels hersteld zou zijn. Volgens ramingen op basis van de macro-economische modellen van de Bank, waarbij wordt uitgegaan van een proportionele doorberekening in de prijzen, kan de indexsprong vanaf 2016 een positieve impact hebben op de werkgelegenheid in de private sector en, vanaf 2017, op de economische groei. Dat effect zou de daaropvolgende jaren nog versterken, omdat de initieel negatieve invloed op de binnenlandse vraag in toenemende mate wordt gecompenseerd door de gunstige impact van de concurrentiewinst en de banencreatie. Er wordt daarbij wel vooropgesteld dat de loonmatiging via de indexsprong niet wordt gecompenseerd door hogere loonstijgingen los van de index. Tevens zullen de lastenverlagingen waarin het Pact voor competitiviteit en werkgelegenheid voor respectievelijk 2015 en 2017 voorzag, in 2016 ten uitvoer worden gelegd. Terwijl de voor 2017 geplande verlaging wordt vervroegd, wordt die voor 2015 een jaar uitgesteld omdat de regering ervoor geopteerd heeft de aftrek voor forfaitaire beroepskosten reeds in 2015 te verhogen en ook in een enveloppe te voorzien om de weerslag van de indexsprong op de koopkracht van de laagste inkomens te temperen. Voorts wordt tegen het einde van de legislatuur een vermindering van de werkgeversbijdragen tot 25 % in het vooruitzicht gesteld.
44. Volgens het Technisch Verslag van de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven kwam de sedert 1996 ten opzichte van het gemiddelde van de drie buurlanden ontstane uurloonkostenkloof in 2013 op 4,2 % uit, zonder rekening te houden met de weerslag van de loonsubsidies en het productiviteitsverloop. Debet daaraan is een forse loonhandicap ten opzichte van

Duitsland, terwijl het uurloonkostenverloop in België gematigder was dan dat in Nederland en Frankrijk. Die kloof is in 2014 voor het eerst sinds 2010 verkleind, namelijk tot 2,9%. Dat was het gevolg van de loonmatiging in België en de terugkeer naar hogere loonstijgingen in Duitsland. De loonkostenproblematiek als hinderpaal voor het scheppen van werkgelegenheid is daarmee echter niet van de baan. Het loonkostenpeil in België behoort immers nog steeds tot de hoogste van de EU, voornamelijk maar niet uitsluitend vanwege de hoge lasten op arbeid. Hoge loonkosten zijn ongetwijfeld voor een groot deel de vergoeding voor een hoog productiviteitspeil. Het feit dat de uurloonkosten sinds 1996 in België sneller stijgen dan in de drie buurlanden heeft evenwel niets te maken met een dynamischer productiviteitsverloop. Zelfs integendeel, zodat de sedert 1996 opgebouwde loonkloof per eenheid product groter is en ongeveer 10% beloopt, ook hier als gevolg van een forse afwijking ten opzichte van Duitsland. Een hoog loonkostenpeil prijst minder productieve arbeid uit de markt, wat vooral voor de lagergeschoolden nadelig blijkt te zijn en een van de oorzaken is van de bijzonder lage werkgelegenheidsgraad in bepaalde kansengroepen.

45. Voor de periode na de loonblokkering moet worden uitgezocht hoe men de loonvorming beter kan laten sporen met het productiviteitsverloop zodat ze aan de werkgelegenheidscreatie maximaal ten goede komt. De door de regering aangekondigde herziening van de wet van 26 juli 1996 tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen biedt daar de gelegenheid toe. Samen met de sociale partners moet een nieuw evenwicht worden nagestreefd tussen de voordelen van coördinatie van de loonvorming op macroniveau, enerzijds, en de noodzaak van een grotere differentiatie afhankelijk van sectorale en bedrijfsspecifieke ontwikkelingen, anderzijds. Bovendien kan de productiviteit van de Belgische economie worden versterkt door meer in te zetten op vorming en innovatie.
46. Omdat het loonkostenpeil ook sterk wordt bepaald door de hoge lasten op arbeid kan een gepaste loonvorming – hoe belangrijk die ook is – niet alle problemen oplossen. Het is dan ook zaak dat de lasten op arbeid worden verlaagd door een beroep te doen op alternatieve inkomstenbronnen die minder op de werkgelegenheidscreatie wegen, ook nog tax shift genoemd. Het regeerakkoord voorziet reeds tot op zekere hoogte in een dergelijke verschuiving. De lastenverlagingen in 2015 en 2016 worden immers nu reeds voor een deel gefinancierd door een verhoging van sommige indirecte belastingen en door bepaalde heffingen op kapitaal. Er is ter zake evenwel nog ruimte beschikbaar. België heeft kennelijk lagere accijnzen en milieuheffingen – vooral heffingen op energie – dan andere landen in Europa. Het standaard btw-tarief van zijn kant ligt dicht bij het Europees gemiddelde, maar er moet worden nagedacht over het gebruik van de lagere tarieven voor aanzienlijke delen van de consumptiekorf. Dergelijke heffingen kunnen, behalve om de lasten op arbeid te verlichten, ook worden aangewend om het consumptiepatroon in de richting van meer duurzaamheid te sturen. Daarnaast moet ook worden nagedacht over een verschuiving van de heffingen naar het inkomen uit vermogen, de vermogenswinsten of kortweg het vermogen, en kunnen de heffingen op de verschillende vermogensbestanddelen meer worden geüniformiseerd. Tax shift is economisch zinvol, zoals ook blijkt uit aanbevelingen van zowel nationale als internationale instellingen.
47. Een lastenverschuiving kan ook zorgen voor een hoger nettoloon en stimuleert aldus niet enkel de vraag naar, maar ook het aanbod van arbeid. Precies dat effect wordt beoogd met de verhoging van de aftrek voor forfaitaire beroepskosten. Het is verhoudingsgewijs groter voor de lagere inkomens, net die inkomens die het scherpst worden geconfronteerd met de problematiek van de zogeheten werkloosheids- of inactiviteitsvallen. Door de werkloosheidsuitkering bovendien degressiever te maken en mobiliteit aan te moedigen, wordt de stimulans tot werken nog versterkt. Activering wordt daarnaast ook bevorderd door werklozen in hun zoektocht naar werk efficiënt te begeleiden. De regering heeft ertoe besloten voor langdurig werklozen een gemeenschapsdienst uit te werken. Er moet worden op toegezien dat hervormingen van het werkloosheidssysteem er niet toe leiden dat werkzoekenden minder grondig worden begeleid.

48. Omdat bepaalde kansengroepen het blijkbaar bijzonder moeilijk hebben om de opstap naar de arbeidsmarkt te maken, verdienen zij bijzondere aandacht. Aan de ondertewerkstelling van het meest kwetsbare deel van de bevolking zijn niet enkel aanzienlijke economische kosten verbonden; ze is tevens een bron van armoede en sociale uitsluiting. Er is nood aan een inclusieve aanpak en elke vorm van negatieve discriminatie moet worden geweerd. Er moet vóór alles worden ingezet op opleiding, begeleiding en vereenvoudiging van de overgang van school naar werk. Een grotere beschikbaarheid aan stageplaatsen in de bedrijven kan daartoe bijdragen. Ook gerichte loonlastenverminderingen kunnen in dat opzicht een geschikt instrument zijn. Als gevolg van de zesde staatshervorming zijn de beleidshefbomen in dit domein grotendeels bij de gewesten komen te liggen, zodat zij een coherent en op de specifieke noden van hun regio afgestemd beleid kunnen voeren. Terzelfder tijd moeten die instanties nauw samenwerken teneinde de hinderpalen voor interregionale arbeidsmobiliteit weg te werken. In België is de spreiding van de werkloosheid immers groter tussen de drie gewesten dan binnen elk gewest afzonderlijk. Het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, waar meer dan 19 % van de beroepsbevolking werkloos is, heeft daar het meest bij te winnen. Ten slotte moet ook worden gezorgd voor de blijvende inzetbaarheid van diegenen die reeds aan de slag zijn. Dankzij life-long learning moeten werknemers de snelle technologische innovaties en de aanpassingen van het arbeidsproces kunnen bijhouden.
49. Het herstel van het Belgisch concurrentievermogen zal ook bevorderlijk zijn voor het groeipotentieel, aangezien het de bedrijven de mogelijkheid zal bieden zich vlot in te schakelen in de mondiale ketens van toegevoegde waarde. Daardoor zullen die bedrijven niet alleen snel groeiende afzetmarkten kunnen ontsluiten, ook al zijn ze er niet rechtstreeks op aanwezig, maar zullen ze ook toegang krijgen tot de meest efficiënte en innovatieve productietechnieken. Dat kan een belangrijke katalysator zijn om de totale factorproductiviteit (TFP) sneller te doen groeien. Die groei is in België traag en de afgelopen jaren is hij nog verzwakt, en dat terwijl hij op lange termijn de belangrijkste bron van welvaartscreatie is. Gelet op het belang van de TFP heeft de Bank er in het najaar van 2014 een colloquium aan gewijd.
50. De TFP-groei is in de eerste plaats gebaat bij innovatie, vandaar het belang van investeringen in R&D, vooral voor de industrie. Dergelijke investeringen blijven in België aan de lage kant, zeker van overheidswege, en bovendien blijken ze sterk geconcentreerd te zijn in een aantal bedrijfstakken. Innovatie is echter een ruimer concept dat ook te maken heeft met bedrijfsorganisatie, management, marketing en met de vlotte integratie van nieuwe technieken – vooral ICT – in bestaande processen, zodat overloop- en multiplicatoreffecten ontstaan. Voorts heeft de TFP-groei op macro-economische schaal voordeel van een vlotte middelenreallocatie van minder productieve naar meer productieve bedrijven. Een en ander veronderstelt dat nieuwe bedrijven snel kunnen worden opgericht, maar terzelfder tijd dat minder performante activiteiten zonder toekomstpotentieel vlot kunnen worden afgebouwd. Dat reallocatieproces kan worden geschaagd zowel door het uit de weg ruimen van administratieve, juridische en fiscale hinderpalen, als door een goed functionerende arbeidsmarkt en een efficiënte financiële intermedieatie. Ten slotte is de kwaliteit van de productiefactoren – zowel arbeid als kapitaal – een belangrijke stuwende kracht achter de TFP-groei. Scholing van arbeidskrachten en life-long learning zijn dus ook uit dit oogpunt van cruciaal belang. Investeringen houden dan weer de kwaliteit van de kapitaalvoorraad op peil, omdat ze het mogelijk maken de meest vernieuwende technologieën te integreren. Bovendien heeft België er belang bij aantrekkelijk te zijn voor buitenlandse investeringen, omdat deze laatste krachtige verspreiders zijn van technische en organisatorische innovaties en ze het ondernemerschap kunnen versterken.
51. Ook concurrerende marktstructuren stimuleren de TFP-groei omdat ze aanzetten tot efficiëntiewinst. Derhalve zijn verdere hervormingen op de productenmarkten vereist, vooral in de netwerkindustrieën en de nog afgeschermdede dienstensectoren. Behalve via hun weerslag op de productiviteit, zullen die hervormingen ook via prijsverlagingen

het kostenconcurrentievermogen positief beïnvloeden. Concurrerende markten bevorderen bovendien de transmissie van de loonmatiging naar de verkoopprijzen en ze voorkomen margeverbreiding, zodat de loonmatiging meer effect zal sorteren op de groei en de werkgelegenheid. De potentiële groei en de TFP zijn voorts gebaat bij een efficiënte infrastructuur. Zowel het in 2014 aan het licht gekomen risico op een black-out als de omvang van het verkeersprobleem toont aan dat ook op dit vlak de uitdagingen groot zijn. Bij het zoeken naar oplossingen moeten economische efficiëntie en ecologische overwegingen met elkaar in overeenstemming worden gebracht en moet worden stilgestaan bij de relatieve bijdrage van de private en de overheidssector. Om particuliere investeringen te kunnen mobiliseren voor projecten die een grote kapitaalbreng vereisen en zich over een zeer lange horizon uitstrekken, is een stabiel en voorspelbaar juridisch kader van essentieel belang.

52. Groeivriendelijke begrotingsconsolidatie moet het sluitstuk vormen van het antwoord op de uitdagingen waarmee de Belgische economie wordt geconfronteerd. In haar ontwerpbegrotingsplan heeft de federale regering daartoe een traject uitgetekend waarbij in 2018 een structureel evenwicht wordt bereikt. Dat is twee jaar later dan wat was voorzien in het – weliswaar indicatieve – traject dat de vorige regering in april 2014 had uitgestippeld. Omdat België sterk heeft ingezet op structurele hervormingen en op een herstel van de concurrentiekracht, die elk op hun beurt bevorderlijk zijn voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op middellange termijn, komt er in principe enige ruimte vrij voor een meer geleidelijke aanpak die bovendien het herstel van de economie kan ondersteunen. Maar zelfs dan moet er worden voor gezorgd dat de structurele inspanningen in overeenstemming zijn met het Europees raamwerk en dat ze vervolgens onverkort worden geleverd. De Europese Commissie heeft er bij haar beoordeling van het ontwerpbegrotingsplan voor gewaarschuwd dat het traject mogelijk niet spoort met de vereisten van het Stabiliteits- en groeipact en in maart 2015 zal ze de toestand reeds opnieuw evalueren op basis van de concrete uitwerking van de begroting en de aangekondigde structurele hervormingen. Er moet worden bijgestuurd indien nodig.
53. De gezondmaking van de begroting moet bovenal berusten op een oordeelkundige uitgavenbeheersing. Nieuwe belastingen moeten immers prioritair worden aangewend om een verlichting van de heffingen op arbeid mogelijk te maken. Niettemin moet worden geijverd voor een correcte belastinginning en dienen belastingontwijking en fiscale en sociale fraude te worden bestreden. Een nauwe internationale samenwerking en intensieve uitwisseling van gegevens verdient daarbij aanbeveling, even zo goed als coördinatie op Europese schaal. In het ontwerpbegrotingsplan ligt de nadruk op een vermindering van de uitgaven en dat geldt eveneens voor de bijdrage van de gemeenschappen en gewesten aan de sanering. Die koers moet worden aangehouden. Ten behoeve van een betere groeiondersteuning is er echter ook aan de uitgavenzijde ruimte voor verschuivingen en voor meer prioritering. Uit dat oogpunt zijn vóór alles investeringen in infrastructuur, opleiding en duurzame ontwikkeling vereist, maar ook een afvlakking van extreme sociale ongelijkheden kan bijdragen tot meer economische groei. Uit onderzoek van de OESO is immers gebleken dat uitgesproken ongelijkheid – vooral aan de onderkant van de inkomensverdeling – schadelijk is voor de groei omdat ze maakt dat de investeringen in opleiding door het zwakste deel van de bevolking in het gedrang komen. Meer efficiëntie nastreven bij het verstrekken van overheidsdiensten en het doelmatiger sturen van de consumptie van die diensten door meer gebruik te maken van prijsignalen, kan de ruimte creëren die voor dergelijke verschuivingen nodig is, zonder daarbij het totale – reeds bijzonder hoge – overheidsbeslag verder op te drijven.

5. De stabiliteit van het Belgisch financieel stelsel

54. De in het kader van het Comprehensive Assessment (CA) opgemaakte stand van zaken voor de Europese banksector werd als absoluut noodzakelijk beschouwd om het GTM met succes

van start te laten gaan, maar vanwege gebaseerd op een activakwaliteitsbeoordeling en stresstests, kan hij ook als baken dienen om de toekomstige actieplannen van zowel individuele ondernemingen als prudentiële autoriteiten te sturen. In België hebben zes banken rechtstreeks aan het CA deelgenomen: Argenta, AXA Bank Europe, Bank of New York Mellon, Belfius, Dexia en KBC Group, terwijl verscheidene dochterondernemingen van buitenlandse groepen, meer bepaald BNP Paribas Fortis en ING België, beoordeeld werden via hun moederonderneming.

55. Uit de activakwaliteitsbeoordeling is gebleken dat de Belgische banken er doorgaans voorzichtige boekhoudpraktijken op nahouden die aan de internationale normen beantwoorden, getuige vooral de toereikende voorzieningen op de kredietportefeuilles. Een eerste test heeft uitgewezen dat deze banken een basisscenario doorstaan met voor Europa voor de komende jaren zeer zwakke groeivoorzichten en een geleidelijke invoering van de door het Bazelcomité opgelegde strengere solvabiliteitsnormen. Ze blijven daarbij ruimschoots boven de in de methodologie van het CA vastgestelde drempel van 8% basiskapitaal (Common Equity Tier 1). Bij de tweede test, met een veel ongunstiger scenario waarin de groei omslaat, de werkloosheid toeneemt, de rentetarieven algemeen stijgen en de vastgoedprijzen abrupt zakken, waren de resultaten minder gelijklopend. Vier banken bleven ruim boven de 5,5% belopende minimale drempel voor de solvabiliteitsratio, maar AXA Bank Europe en Dexia haalden die drempel niet. Dankzij een inbreng van eigen middelen via de moederonderneming kon eerstgenoemde die verplichting wél nakomen; laatstgenoemde is een speciaal geval aangezien ze in een uitdoofscenario zit en staatsgarantie geniet. De ECB heeft daar rekening mee gehouden en beslist dat de resultaten van deze instelling het door de EC goedgekeurde plan niet in het gedrang brachten en dus geen extra maatregelen vereisten.
56. Voor een toekomstgerichte analyse kunnen deze algemene gegevens uiteraard niet volstaan en moet nader worden ingegaan op de resultaten van het CA. Daarbij dienen aggregatievallen en shortcuts van bankenvergelijkingen te worden vermeden, temeer daar iedere deelnemende bank voor deze tests de krachtens de Europese prudentiële regelgeving nog toegestane nationale afwijkingen heeft toegepast. Eén van de eerste lessen die voor België uit de tests kan worden getrokken, is dat de lasten uit het verleden, ongeacht of die het resultaat zijn van riskante strategische keuzen of van overgewaardeerde activa-aankopen, de winstgevendheid van de banken blijven bezwaren en wellicht de voornaamste oorzaak zijn van de uiteenlopende individuele resultaten. Ondanks deze verschillen volgen de meeste Belgische banken wel een vrij vergelijkbare aanpak: ze trachten zich op hun traditionele activiteiten en op hun binnenlandse markt, die ze het best beheersen, terug te plooiën door zich de structurele kenmerken van de nationale economie ten nutte te maken.
57. Een van deze kenmerken zijn de aanzienlijke beleggingen van de Belgische huishoudens. De scherpe concurrentie die de financiële instellingen voeren om dat spaargeld aan te trekken, maakt de markt uitermate gevoelig voor de geringste rendementsverschillen, ook voor die welke voortvloeien uit ontwrichtingen veroorzaakt door het belastingstelsel op roerende inkomsten. Deze differentiëeringsfactor is in hoge mate medebepalend gebleken voor het recente verloop van de twee voornaamste, door de particulieren aangehouden categorieën financiële activa, namelijk de spaardeposito's en de verzekeringsproducten. Behalve dat de spaardeposito's tot € 100 000 gedekt zijn door het depositogarantiestelsel, is het inkomen ervan vrijgesteld van de bevrijdende roerende voorheffing ten belope van een plafond waarvan het dwingend effect afzwakt naarmate de rente daalt. Omgekeerd betekent de verhoging, tot 2% in 2013, van de belasting op de premiestortingen voor de levensverzekeringsovereenkomsten, ook al zijn die premies onder bepaalde voorwaarden fiscaal aftrekbaar, een des te groter nadeel daar de huidige lagerenteomgeving die voorheffing bij het storten van de premie penaliseringerend maakt. Die fiscale wig interfereert met de businessmodellen van de Belgische financiële instellingen. Enerzijds zet ze de banken ertoe aan hun passiva op één enkel product te concentreren dat bovendien gemakkelijk kan worden gecommercialiseerd door de buitenlandse banken die het voordelig fiscaal statuut voor spaardeposito's aangrijpen om in België middelen aan te trekken

die bestemd zijn voor de financiering van activiteiten op andere markten. Anderzijds zet ze een rem op de groei van de tak 'leven' in de verzekeringsondernemingen; deze laatste halen hun rentabiliteit derhalve steeds meer uit de ontwikkeling van de activiteit 'niet-leven'. Door een harmonisering van de belasting op roerende inkomsten, zouden deze effecten op de structuur van de markten kunnen worden geneutraliseerd.

58. De Belgische financiële instellingen internaliseren de concurrentie tussen bank- en levensverzekeringsproducten deels via de oprichting van bankverzekeringsgroepen die een optimaal gebruik mogelijk maken van de distributienetwerken. In het nieuwe GTM is dat evenwel een weinig voorkomend model en uit de stresstests van het CA is gebleken dat de ECB nauwgezet toeziet op de naleving van de solvabiliteitsnormen die op deze conglomeraten moeten worden toegepast. Deze combinatie van activiteiten verhindert overigens noch de concurrentie van de buitenlandse marktdeelnemers, noch die van de rechtstreekse intermediaatiedie via de uitgifte van effecten die, tegen de huidige marktvoorwaarden, door een toenemend aantal Belgische ondernemingen wordt toegepast.
59. Voor de Belgische financiële instellingen draait het om de wijze waarop de deposito's van de particulieren worden aangewend, temeer daar die fondsen de kredietbehoeften van de ingezeten ondernemingen overschrijden. De Belgische banken hebben dat surplus geruime tijd bij voorrang aangewend om in te schrijven op Belgische overheidsleningen, waardoor ze een aanzienlijke buffer liquide activa hebben weten aan te leggen. Tijdens de jaren vóór de crisis gebruikten ze die middelen ook om de ontwikkeling van activiteiten in het buitenland te financieren. Een en ander heeft er toen uiteindelijk voor gezorgd dat de financieringsbehoeften flink gingen uitstijgen boven de in België aangetrokken middelenoverschotten, waardoor de Belgische banken sterk afhankelijk werden van de internationale interbancaire markten.
60. Dit werd weliswaar verholpen doordat de banken zich terugplooiden op de binnenlandse markt, maar terzelfder tijd rijst de vraag naar de optimale aanwending van de passiva opdat ze aantrekkelijk zou zijn qua rendement en passend qua risico, een en ander in een omgeving waarin het lage rentepeil de rivaliteit over het geheel van de financiële markten op de spits drijft. De kwaliteit van de banktegoeden werd tijdens het CA grondig onderzocht, niet alleen door de activakwaliteitsbeoordeling, maar ook door de stresstests op krediet- en marktrisico's. Die analyses bevestigden dat de voornaamste kwetsbaarheden gelinkt waren aan de portefeuilles met buitenlandse leningen en effecten, meer bepaald in landen waar de debiteuren hun positie zagen verslechteren, zoals Ierland of Hongarije.
61. Voor de meer traditionele kredieten aan Belgische ondernemingen en particulieren, daarentegen, wordt momenteel een gematigde wanbetalingsgraad opgetekend. Dat getuigt van de goede kennis die de banken van deze markt hebben opgebouwd, samen met de solide waarborgen die ze frequent hebben aangelegd. Dat in het verleden slechts geringe verliezen werden geleden, is echter geen garantie voor de toekomst, getuige het voorbeeld van verscheidene landen in het eurogebied die de afgelopen jaren getroffen zijn door vastgoedcrisis. Bij de uitvoering van de stresstests heeft de ECB met een dergelijke eventualiteit rekening willen houden door ervan uit te gaan dat de huizenprijzen in België over een periode van drie jaar met in totaal 25 % zouden kunnen dalen, waardoor de wanbetalingsgraad fors zou oplopen. De Belgische banken hebben dit scenario goed doorstaan. Het was een van de strengste die werden toegepast op de diverse landen die aan de stresstests hebben deelgenomen en helemaal niet te vergelijken met de in het verleden opgetekende ontwikkelingen, zelfs niet tijdens periodes dat de Belgische markt uiterst gespannen was. Deze extreme hypothese wordt niet bevestigd door de meest recente ontwikkelingen, die erop wijzen dat de prijzen zich stabiliseren. De Bank blijft niettemin aandachtig voor de gevolgen van een eventuele correctie van de vastgoedprijzen, wat er haar heeft toe aangezet de wegingscoëfficiënten te verhogen van de risico's verbonden aan de interne modellen die de banken gebruiken voor het beheer van hun portefeuilles hypothecaire kredieten.

62. De banken hebben de nieuwe voorwaarden inzake kredietverlening aangepast teneinde rekening te houden met deze strengere reglementaire verplichtingen. Die voorwaarden dragen evenwel ook het stempel van de rentedaling die de afgelopen maanden geleid heeft tot een zeer levendige vraag naar herfinanciering vanwege de kredietnemers. Deze laatste factor zal de hypothecaire leningen minder renderend maken, temeer daar de groei van het kredietvolume fors is vertraagd, ook al heeft zich omstreeks het einde van het jaar een zeer tijdelijke versnelling voorgedaan. Tal van kandidaat-verwerfers hebben immers willen anticiperen op de beslissing van de Vlaamse regering om, vanaf begin 2015, het fiscaal maximaal aftrekbaar bedrag te reduceren uit hoofde van de woonbonus.
63. De negatieve impact van het rentepeil op de rente-inkomens van de banken kon tot dusver worden gecompenseerd door de positieve effecten van het rentebelooft aangezien de aanhoudende neerwaartse tendens meerwaarden heeft gecreëerd. Deze inkomensbron zal echter wellicht opdrogen aangezien de rentes tot een historisch dieptepunt zijn gezakt. De banken zullen voortaan, zonder compenserend effect, het voordeel over renteloze zichtdeposito's te kunnen beschikken, volledig kwijtspelen. Ook de verzekeringsondernemingen zullen onder druk komen te staan omdat de marktrentes veel lager zijn komen te liggen dan de gewaarborgde rendementen op tal van tijdens de afgelopen jaren gesloten levensverzekeringsovereenkomsten. Op korte termijn kunnen de verzekeringsondernemingen weliswaar aan deze situatie ontsnappen dankzij de meerwaarden die worden gerealiseerd op de effecten in portefeuille of dankzij de rendementen die nog worden geïnd op oude obligaties die werden aangekocht toen de rente nog veel hoger lag. Maar ze dienen deze zuurstofballon absoluut te gebruiken om een preventieve strategie te volgen, enerzijds door hun meerwaarden grotendeels aan te wenden om hun contractuele verplichtingen na te komen, bij voorkeur voor de uitkering van dividenden of winstbewijzen en, anderzijds, door voortaan die gewaarborgde rentes aan te passen aan de nieuwe marktvoorwaarden. De prudentiële autoriteiten zouden daaraan kunnen bijdragen door de momenteel voor deze gewaarborgde rentes van kracht zijnde wettelijke plafonds te verlagen.
64. Vanwege de beperkingen die zwaar wegen op de intermediaireactiviteit moeten de financiële instellingen een model trachten te ontwikkelen dat hen een duurzame rentabiliteit verzekert. Een eerste mogelijkheid is via een vermindering van de bedrijfslasten, in voorkomend geval door consolidaties, want de kostenstructuur draagt nog de sporen van de werkwijzen die werden uitgestippeld ten behoeve van de voorgaande groeistrategieën. Een tweede manier bestaat erin de kenmerken van de bestaande producten aan te passen door tussen de debet- en creditrentes realistische marges te behouden, een systematische tarifiering van de aangeboden diensten toe te passen teneinde ze beter in overeenstemming te brengen met de reële kostprijs van de activiteiten, of nog, voor de verzekeringsondernemingen, bepaalde risico's over te dragen naar de verzekerden via contracten waarvan het rendement gelinkt is aan dat van beleggingsfondsen. In het meer specifieke geval van de financiële marktinfrastructuur, zouden de activiteiten bij voorkeur rechtstreeks moeten worden vergoed door middel van commissies, liever dan indirect in de vorm van rente-inkomsten die worden verworven dankzij het beleggen van de door de gebruikers van die infrastructuur gevormde deposito's.
65. De banken genereren bovenop de intermediatiemarge ook niet-rentegebonden inkomsten. Het relatieve aandeel van die inkomsten in het bankprovenu is onlangs gekrompen, van ruim 50 % in 2006 tot ongeveer 30 % in 2014. Ze bestaan uit twee sterk verschillende componenten, namelijk de resultaten van de tradingactiviteiten en de commissielonen. De crisis heeft geleerd dat de extra inkomsten afkomstig van marktoperaties voor eigen rekening extreem volatiel zijn en snel kunnen omslaan in zware verliezen. Dat gevaar heeft de Belgische autoriteiten ertoe aangezet een structurele maatregel te nemen die het principe van trading voor eigen rekening in de banken verbiedt, terwijl ze, onder bepaalde voorwaarden en mits, in voorkomend geval, supplementaire kapitaalvereisten dergelijke activiteiten wél toestaan als ze bedoeld zijn om risico's te dekken of om de cliënteel rechtstreeks producten en diensten aan te bieden.

66. De door de banken geïnde commissielonen betreffen zeer uiteenlopende activiteiten die, behalve het beheer van activa in verband met, onder meer, het aanbieden van alternatieve beleggingen aan de cliënteel, ook betalings- of vereffeningdiensten met betrekking tot de effectentransacties omvatten. Vaak gaat het om specifieke diensten die worden verleend door gespecialiseerde instellingen, de marktinfrastructuren, die een belangrijke plaats innemen in het Belgische financiële landschap. Deze vereffening- en verrekeningsinstellingen spelen als doorgeefluik een essentiële rol in de vlotte afwikkeling van financiële operaties, maar vanwege hun centrale positie kunnen ze ook de besmettingsrisico's vergroten. Daarom hebben de autoriteiten die infrastructuur aan een gepaste regelgeving onderworpen, de zogeheten 'European market infrastructure regulation – EMIR' die voorziet in centrale afwikkelingsverplichtingen, technieken inzake risicovermindering en een meldingsplicht voor transacties. De in september 2014 van kracht geworden Europese verordening betreffende de centrale effectenbewaarinstellingen (CSD-verordening) harmoniseert de prudentiële regels die gelden inzake de erkenning van, het toezicht op en de organisatie van die instellingen alsook de afwikkelingstermijnen voor de op de gereguleerde markten verrichte transacties. Die diverse maatregelen moeten garanderen dat deze infrastructuur terdege worden gecontroleerd teneinde te vermijden dat zich concentratierisico's voordoen ingeval deze categorie van instellingen failliet gaat.
67. Deze bepalingen passen in het langetermijnproject tot geleidelijke harmonisering van de Europese financiële regels, waarvan de volgende grote etappe de in de sector van de verzekeringen voor 1 januari 2016 geplande invoering is van de zogenoemde 'Solvency II'-richtlijn. Krachtens deze nieuwe regels zullen de kapitaalvereisten moeten worden berekend met inachtneming van de gezamenlijke risico's inzake zowel de activa als de passiva. Er zij bovendien beklemtoond dat de technische voorzieningen voortaan zullen moeten worden gevaloriseerd met verwijzing naar de markttrentes. Aangezien niet langer tegen de historische prijs wordt gewaardeerd, zal het eigen vermogen veel gevoeliger worden voor rente- en koerswijzigingen. Om die reden is voorzien in aanpassings- en correctiemechanismen, de zogenoemde 'Long term guarantee', die erop gericht zijn deze buitensporige volatiliteit in te dijken.
68. De potentiële effecten van de nieuwe 'Solvency II'-regeling op de kapitaalvereisten van de verzekeringsondernemingen konden worden beoordeeld op basis van een in 2014 door de Europese Autoriteit voor Verzekeringen en Bedrijfspensioenen (EIOPA) uitgevoerde test om het weerstandsvermogen tegen crisissituaties na te gaan. In totaal namen 19 Belgische ondernemingen integraal of gedeeltelijk aan die oefening deel. Vóór de schokscenario's werden toegepast, beliep de op basis van de standaardformule berekende dekkinggraad van de reglementaire solvabiliteitscoëfficiënt (de SCR-ratio) voor deze ondernemingen gemiddeld 204 %, wat veel meer was dan het vereiste minimum. De scenario's behelsden drie grote domeinen. Eerst werden twee reeksen marktschokken getest met betrekking tot renterisico's, kredietrisico's en risico's inzake de schommelingen van beurskoersen en vastgoedprijzen. Vervolgens werd nagegaan hoe sterk de gevoeligheid was voor specifieke verzekeringsrisico's, inzonderheid het mortaliteitsrisico, het risico inzake de verlenging van de levensduur, het catastroferisico, het inflatierisico op de schadereserves en het risico van contractannulering. Ten slotte werden de ondernemingen onderworpen aan een lagerentemodule, die op zijn beurt in twee scenario's werd opgesplitst: het ene impliceerde een zeer lange periode van zeer lage rentetarieven, zoals het geval was in Japan, en het andere voorzag in een inversie van de rendementscurve. Terwijl alle ondernemingen bestendig bleken tegen de specifieke verzekeringsrisico's, zakte de gemiddelde SCR-ratio in het strengste marktrisicoscenario tot net iets onder de drempel van 100 %. En hoewel, ten slotte, de sector zonder al te veel problemen de lagerentescenario's wist te doorstaan, legden deze laatste toch een groot verschil tussen de ondernemingen bloot; ongeveer 20 % van hen slaagden er niet in de toekomstige reglementaire eisen na te leven.

69. De invoering van nieuwe normen voor de financiële infrastructuur en voor de verzekeringsondernemingen zal zowel van deze sectoren als van de Bank bijzondere aandacht vergen. De Bank behoudt immers de integrale controle over de verzekeringsondernemingen en ze zal een doorslaggevende rol blijven spelen in het toezicht op de in België gevestigde grote financiële marktinfrastructuur, wat niet langer het geval is voor de controle over de kredietinstellingen die voortaan deels bij de ECB wordt gecentraliseerd. Maar zelfs in dit laatste geval heeft de Bank nog belangrijke functies. Naast het eerstelijnstoezicht op de kleinste instellingen waarvoor de nationale autoriteiten verantwoordelijk blijven, zal zij actief moeten deelnemen aan de plurinationale teams die de ECB in het leven heeft geroepen om toezicht te houden op de belangrijkste Belgische kredietinstellingen alsook op de in België gevestigde dochterondernemingen van de grote bankgroepen uit het eurogebied.

6. Conclusie

70. De wereldeconomie kan de crisis maar moeilijk achter zich laten en voor het eurogebied dreigt het risico op stagnatie. Niettemin kan een gepaste beleidsmix beterschap brengen, in het eurogebied zelfs meer dan elders. De vraag moet er worden gestimuleerd en dat is in de eerste plaats een opdracht voor het monetair beleid dat moet verhinderen dat een té lange periode van lage inflatie het herstel in de weg gaat staan. De omvang en de samenstelling van de centralebankbalans alsook het expansietempo ervan zijn beleidsparameters die daartoe beschikbaar blijven, ook nadat de beleidsrentes hun ondergrens hebben bereikt. Op zijn eerste monetairbeleidsvergadering van januari 2015 is de Raad van Bestuur van de ECB die richting uitgegaan door een uitgebreid programma te lanceren voor de aankoop van activa, naar rato van € 60 miljard per maand. Binnen de contouren van het Stabiliteits- en groeipact, dat ruimte laat voor flexibiliteit, moet in de landen waar de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in het gedrang is, de begrotingsconsolidatie worden voortgezet. Waar daar ruimte toe is, moet echter evenzeer een meer expansieve begrotingskoers worden gevolgd. Er zijn tevens structurele hervormingen nodig en wel op twee vlakken. Om te beginnen, moeten de productiviteit en het groeipotentieel van de economie worden versterkt. Voorts moet de economie efficiënter worden gefinancierd door, enerzijds, marktfinanciering te vergemakkelijken en, anderzijds, de vruchten te plukken van de aanzienlijke vooruitgang die in 2014 met de creatie van de bankenunie werd gemaakt. Door op die manier de opbrengst van de investeringen te verhogen en de eraan verbonden financieringskosten te verlagen, kan de bestedingscomponent, die tot dusver de grootste schuld heeft aan het vraagtekort in het eurogebied, een flinke boost krijgen.
71. Op die manier zijn ook de grote lijnen aangegeven van de beleidsmix waar de Belgische economie behoefte aan heeft. Aan de vraagzijde heeft ons land baat bij de monetairbeleidsaccommodatie van de ECB, waarvan de doorberekening in de voor de reële economie relevante rentetarieven hier trouwens minder verstoord is dan in sommige andere landen van het eurogebied, en moet inzake begrotingsconsolidatie een geleidelijke, groeivriendelijke maar tevens standvastige koers worden gevaren. Nadat het begrotingstekort tijdens de vorige legislatuur gereduceerd was tot 2,9% in 2013, opteert de nieuwe regering voor een traject dat tegen 2018 een structureel evenwicht beoogt. Daarbij moet er worden op toegezien dat de structurele begrotingsinspanningen in overeenstemming zijn met het Stabiliteits- en groeipact en dat ze vervolgens ook ten uitvoer worden gelegd. Bij de begrotingscontrole in maart 2015 moet, indien nodig, reeds worden bijgestuurd.
72. Inzake structurele hervormingen worden nieuwe stappen gezet die gericht zijn op een ondersteuning van het groeipotentieel. Zo zullen ze ook het economisch draagvlak helpen versterken van de hoge graad van sociale bescherming en het uitgebreid aanbod van overheidsdiensten, elk op zich een onderdeel van de maatschappelijke keuzen in België. Er wordt ingezet op loopbaanverlenging, op het herstel van de concurrentiekracht en op banencreatie via een vlotter functionerende arbeidsmarkt. Deze actiedomeinen waren ook

reeds de speerpunten van de eind 2011 aangevatte hervormingen. Ze zullen zorgen voor een verbetering van het arbeidsaanbod, een vermindering van de aan de vergrijzing verbonden budgettaire kosten en een afbouw van de loonhandicap. Daarmee is het werk echter niet af. Voor de periode na de loonblokkering moet samen met de sociale partners worden uitgezocht hoe men de loonvorming beter kan laten sporen met het productiviteitsverloop opdat ze aan de werkgelegenheidscreatie ten goede komt. Ook de lasten op arbeid moeten naar omlaag via heffingen op consumptie, vervuiling, vermogen, vermogenswinsten of inkomen uit vermogen. Een dergelijke tax shift is essentieel om, enerzijds, België's loonkostenpeil dat tot de hoogste van Europa behoort, te verlagen en, anderzijds, werken financieel aantrekkelijk te maken. Voorts moet, dankzij hervormingen op de productenmarkten, het stimuleren van innovatie, het aantrekken van buitenlandse investeringen en een vlotte middelenreallocatie geïjverd worden voor een hogere productiviteitsgroei die op lange termijn de belangrijkste bron van inkomenscreatie is. Uitstel kan er enkel voor zorgen dat de inspanningen later nog zwaarder zullen zijn. Op deze weg naar een betere toekomst is een taak weggelegd voor de verschillende regeringen, voor de sociale partners en voor alle andere stakeholders. De maatregelen vereisen op korte termijn ontegensprekelijk inspanningen, maar samenwerking kan aan hun doelmatigheid alleen maar ten goede komen.

Brussel, 28 januari 2015