

Verslag voorgesteld door de gouverneur namens de Regentenraad*

1. Beleidonzekerheid neemt wereldwijd toe, terwijl alle zeilen moeten worden bijgezet om de groei te versterken en inclusiever te maken

1. De groei van de wereldeconomie bleef in 2016 met 3,1% alweer matig. Net als in 2015 werd het activiteitsverloop gedrukt door het proces van ingrijpende mutatie in de opkomende economieën – met als katalysator de herbalancering in China. Dat land maakt immers de overgang van een investerings- en exportgerichte economie naar een meer op consumptie en diensten gesteund groeimodel. Toch was het in de geavanceerde economieën dat, in het kielzog van vaak niet verwachte politieke wendingen, de onzekerheid over de beleidsopties voor de toekomst het grootst werd, en zulks op een ogenblik dat die landen nog steeds kampen met de erfenis van de financiële en economische crisis. Ondanks de toegenomen onzekerheid en de golven van volatiliteit die daar op de financiële markten mee gepaard gingen, bleek de bedrijvigheid in de geavanceerde economieën in 2016 veerkrachtig te zijn en trok de groei er tijdens de tweede helft van het jaar zelfs aan. De toenemende onzekerheid houdt echter wel risico's in voor de toekomst. Mochten die bewaarheid worden, dan kunnen de geavanceerde economieën verstrikt raken in een lagegroeiwaarde die de sociale cohesie verder onder druk zou zetten. Voor de toekomst moeten dan ook alle zeilen worden bijgezet om de groei te versterken én inclusiever te maken.
2. De transitie in China is noodzakelijk om een duurzamer groeimodel te bewerkstelligen en ze moet het surplus op de lopende rekening mee helpen verkleinen. Toch impliceert ze het risico van een té forse groeivertraging en kan ze de kwetsbaarheden vergroten die gepaard gaan met de sterke kredietgroei en met de stijging van de vastgoedprijzen. Ze werkte bovendien de daling van de grondstoffenprijzen in de hand – de prijs voor een vat ruwe aardolie was in januari 2016 gedaald tot minder dan \$ 30 –, wat op zijn beurt diepe recessies veroorzaakte in de landen die sterk afhankelijk zijn van de uitvoer van grondstoffen. In de loop van 2016 vertoonden met name Brazilië en Rusland evenwel tekenen van stabilisatie omdat ze profijt trokken van de depreciatie van hun munt en de grondstoffenprijzen zich enigszins herstelden. Aan het einde van het jaar werd de olieprijs verder ondersteund door de productiebeperking in de OPEC-landen, terwijl ook de industriële grondstoffenprijzen stegen. In China zelf werd het delicate herbalanceringsproces begeleid door een begrotingsstimulus om te voorkomen dat

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

de groei te sterk zou vertragen. De monetaire autoriteit handhaafde haar accommoderende beleidskoers en wendde haar externe reserves aan om de wisselkoers van de renminbi te ondersteunen. De ongerustheid over de opkomende economieën leidde begin 2016 nog tot verhoogde nervositeit op de financiële markten, maar die nam vervolgens af. Toch behoeven de reële economie en de financiële sector in China nog aanzienlijke aanpassingen en kampen de van grondstoffenexport afhankelijke landen, die nood hebben aan een meer gediversifieerd groeimodel, nog steeds met een groot capaciteitsoverschot.

3. De tegenwind uit de opkomende landen zorgde er mee voor dat de groei in de geavanceerde economieën met een half procentpunt vertraagde tot 1,6%. Die verslapping, duidelijk zichtbaar in de Verenigde Staten, was vooral tijdens de eerste helft van het jaar voelbaar. Tegen die achtergrond verhoogde de Federal Reserve pas in december de beleidsrente, nadat ze die precies een jaar eerder voor het eerst sinds het uitbreken van de crisis had opgetrokken. In Japan en in het eurogebied, waar een slechts gematigde groei werd opgetekend en een duurzame opleving van de inflatie uitbleef, werd de monetairbeleidskoers verder versoepeld. Dat was ook het geval in het Verenigd Koninkrijk waar de Bank of England in augustus een stimuleringspakket lanceerde om de economische weerslag te verzachten van het feit dat de Britten er in het referendum van 23 juni voor hadden gekozen de EU te verlaten – de zogeheten brexit.
4. Dat onverwachte resultaat bracht op de financiële markten een krachtige, doch kortstondige schok teweeg. Bovendien bleef de economische bedrijvigheid in het Verenigd Koninkrijk tijdens de tweede helft van 2016 robuuster dan verwacht. Meteen na het referendum deprecieerde het Britse pond. In oktober volgde dan een tweede golf van depreciatie toen meer bepaald duidelijk werd dat de toekomstige handelsrelaties tussen het Verenigd Koninkrijk en de EU misschien minder open zouden zijn dan waar aanvankelijk werd van uitgegaan. In het kielzog daarvan stegen de inflatievooruitzichten, terwijl de verwachte reële rente terugliep. De erosie van de koopkracht als gevolg van de ruilvoetverslechtering, de onzekerheid over de nieuwe relaties met de EU en de rest van de wereld, en de aanpassingen die er uiteindelijk zullen uit voortvloeien, zijn immers evenveel factoren die gedurende langere tijd op de groeiperspectieven van het Verenigd Koninkrijk zullen wegen.
5. Terwijl de weerslag van de brexit op de economische bedrijvigheid in 2016 verrassend beperkt bleef, zijn de economische implicaties op langere termijn potentieel groot, ook buiten het Verenigd Koninkrijk. Dat geldt uiteraard in de eerste plaats voor de overige landen van de EU en voor het eurogebied in het bijzonder, gelet op de intense handelsrelaties met het Verenigd Koninkrijk, de voorname plaats van London als financieel centrum in de EU en de migratiestromen met het land. Ook de blootstelling van de Belgische economie is aanzienlijk, niet het minst omdat het Verenigd Koninkrijk België's vierde belangrijkste afzetmarkt is. De Bank volgt de aan de brexit verbonden risico's dan ook op de voet, zowel wat de reële economie betreft als inzake de implicaties voor het financieel stelsel. Steunend op die expertise, staat de gouverneur de regering bij, met name in een daartoe speciaal opgerichte High Level Group.
6. Door de brexit ziet de EU zich niet enkel voor de complexe taak geplaatst de toekomstige relaties met het Verenigd Koninkrijk uit te klaren, ze moet ook op zoek naar een nieuwe dynamiek. Dat impliceert uitdagingen, maar het biedt ook nieuwe kansen. Vergelijken met de periode van vlak na de financiële crisis krijgt het verder uitdiepen van de Economische en Monetaire Unie nu minder aandacht. Met de vluchtelingencrisis, de veranderende geopolitieke verhoudingen en de terroristische aanslagen zijn andere thema's op de voorgrond getreden. Europa moet op alle fronten een afdoend antwoord bieden. Meer economische slagkracht als gevolg van een vollediger muntunie kan het vinden van adequate antwoorden voor de talrijke andere bekommelingen van de Europese burgers vergemakkelijken. Ze kan bovendien mee een oplossing aanreiken voor het toegenomen gevoel van sociaaleconomische onveiligheid

dat, behalve door de weerslag van de crisis, wordt gevoed door de onzekerheden die gepaard zijn gegaan met de mondialisering, de digitalisering en de toegenomen inkomensongelijkheid. De Europese integratie een nieuwe impuls geven, is geen doel op zich. Het is echter wel noodzakelijk om de groeidynamiek maximaal te ondersteunen, volop profijt te trekken van de eenheidsmunt, sociaaleconomische inclusie te bevorderen en, op wereldschaal, het soortelijk gewicht van Europa in het belang van iedere lidstaat maximaal te valoriseren.

7. De onzekerheid over het verdere verloop van de Europese integratiedynamiek is evenwel duidelijk toegenomen. Meer nog dan dat 2017 in tal van lidstaten een verkiezingsjaar is, heeft ze te maken met de vaststelling dat ook op het Europese vasteland de gedachte veld wint dat terugplooiën op zichzelf en het herwinnen van nationale soevereiniteit de complexe problemen kan oplossen waarmee de economie en de bredere samenleving worden geconfronteerd. Dat zijn grotendeels dezelfde overwegingen die zowel het brexit-debat als de campagne voor de presidentsverkiezingen in de Verenigde Staten hebben beheerst. In beide gevallen was migratie een belangrijk kristallisatiepunt. In de Verenigde Staten werd bovendien een protectionistisch handelsbeleid bepleit.
8. Die afkeer van openheid en de hang naar protectionisme manifesteren zich op een ogenblik dat de groei van de wereldhandel reeds bijzonder zwak is. In 2016 beliep hij slechts 1,9% en kwam hij beduidend lager uit dan die van het mondiale bbp. Dat was voor een deel toe te schrijven aan cyclische factoren zoals de zwakte van de investeringen – een gevolg van de transitie in China zelf en het effect daarvan op de grondstoffenexporterende landen. Ook structurele elementen speelden evenwel een rol, bijvoorbeeld het opnieuw korter worden van de mondiale waardeketens, het uitblijven van vooruitgang in het openen van de internationale handel en, in sommige gevallen, het nemen van protectionistische maatregelen.
9. Die ontwikkelingen en de eventuele beleidsommekeer waar ze kunnen toe leiden, vinden hun oorsprong in het feit dat meer openheid, naast de economische baten die ze op macroschaal afwerpt, ook neveneffecten heeft teweeggebracht die brede lagen van de bevolking zwaar hebben geraakt. Behalve dat handel de productiviteit verhoogt, de verspreiding van technologische innovaties vergemakkelijkt, nieuwe afzetmarkten opent en voor lagere prijzen zorgt, is de mondialisering de afgelopen decennia in de meeste geavanceerde economieën ook gepaard gegaan met een toename van de inkomensongelijkheid. Debet daaraan is een polarisatie in het voordeel van hoger opgeleiden voor wie de uit handel en technologische veranderingen resulterende specialisatie een troef is. De impact van de financiële en economische crisis is bovendien zwaarder gebleken voor de lagere inkomensgroepen. Ook aan migratie zijn niet enkel baten, maar ook kosten verbonden. Het economisch netto-effect daarvan voor de gastlanden is sterk afhankelijk van de mate waarin de nieuwkomers hun weg naar de arbeidsmarkt vinden. Migratie kan het arbeidsaanbod immers nauwer laten aansluiten bij de vraag. Daarom is het vrij verkeer van personen, naast dat van goederen en kapitaal, een essentieel onderdeel van de Europese constructie. In de muntunie is de arbeidsmobiliteit tussen de lidstaten bovendien een natuurlijk aanpassingsmechanisme bij asymmetrische schokken. Niet alle vormen van migratie vinden echter hun oorsprong in dergelijke, voor het functioneren van de economie heilzame motieven, hoe legitiem die motieven uit andere – bijvoorbeeld humanitaire – overwegingen ook zijn. Dat geldt meer bepaald voor de toestroom van vluchtelingen uit conflictregio's in 2015 en 2016. Er zijn derhalve fundamentele inspanningen nodig om de asielzoekers vlot te kunnen inschakelen op de arbeidsmarkt en zodoende de economische kosten terug te dringen en, indien mogelijk, zelfs om te buigen in een voordeel. De snelheid van de erkenningsprocedures, de vaardigheden en competenties waarover de asielzoekers bij hun aankomst beschikken en de inspanningen die de gastlanden leveren om hun arbeidsmarktintegratie te bevorderen, zijn daarbij belangrijke determinanten. Ook in het geval van migratie is de weerslag niet voor alle bevolkingsgroepen identiek. Zowel handel als migratie vereist derhalve begeleidende maatregelen waarmee niet alleen een zo gunstig

mogelijk effect op macroschaal moet worden nagestreefd, maar die ook voldoende gericht moeten zijn op een evenwichtige verdeling van kosten en baten.

10. De druk die een en ander uitoefent op de sociale cohesie kan immers, door het verwerpen van een beleid dat intrinsiek de groei kan stimuleren, een vicieuze cirkel in gang zetten die resulteert in zowel minder groei als minder sociale bescherming. De groei moet dan ook hoognodig inclusiever worden gemaakt. Dit veronderstelt dat inzake onderwijs, opleiding en arbeidsmarktbegeleiding meer inspanningen worden geleverd opdat iedereen in staat zou zijn om te gaan met de economische veranderingen en een plaats zou vinden op de arbeidsmarkt. Tevens moet iedereen de kans krijgen om mee de vruchten te plukken van de mondialisering en de economische vooruitgang. Meer aandacht voor inclusieve groei is niet enkel nodig om voldoende maatschappelijk draagvlak te creëren voor een beleid dat via structurele hervormingen en openheid het groeipotentieel beoogt te verhogen. Ook uit louter economisch oogpunt is zulks efficiënter. Omdat de lagere inkomensgroepen een groter deel van hun beschikbaar inkomen besteden, leidt meer inclusie tot meer stimulering van de vraag. Bovendien heeft de aanbodzijde van de economie baat bij een betere ondersteuning van alle potentiële deelnemers aan de arbeidsmarkt, terwijl een te grote inkomensongelijkheid nadelig is voor de groei aangezien lagere inkomensgroepen vaak niet meer investeren in opleiding. Door de groei inclusiever te maken, kan een positieve wisselwerking ontstaan tussen méér groei en een adequatere sociale bescherming en kan de basis worden gelegd voor een nieuw sociaal contract.
11. Op de financiële markten ontstonden in 2016, als gevolg van de toenemende onzekerheid, een aantal – doorgaans kortstondige – golven van volatiliteit. Bovendien werden die bewegingen door het financieel stelsel vlot verteerd, wat wijst op een grotere weerbaarheid. De verkiezingsuitslag in de Verenigde Staten was evenwel aanleiding tot een scherpere correctie op de financiële markten. Anticiperend op een expansief begrotingsbeleid, steeg de lange rente er met ruim 50 basispunten. Die beweging zou niet alleen meer permanent van aard kunnen zijn, ze heeft tot op zekere hoogte ook een impact gehad op de obligatiemarkten in Europa en, nog meer, in de opkomende economieën. Een aantal daarvan zijn immers extra kwetsbaar mochten de Verenigde Staten een protectionistisch handelsbeleid gaan voeren of in een scenario waarin de Federal Reserve ertoe genoopt zou worden het monetair beleid sneller te verkrappen. Gelet op de grote onzekerheid en de nog bestaande kwetsbaarheden in de opkomende economieën valt een verder herprijzen van risico niet uit te sluiten. Dat kan de stabiliteit van het financieel stelsel onder druk zetten en via een aanscherping van de financiële voorwaarden de economische groei fnuiken.
12. Het is dan ook zaak alle beleidshefbomen te gebruiken om de groei te ondersteunen, zo niet ontstaat het gevaar van een lagegroei. De trage groei van vandaag drukt immers het groeipotentieel van morgen omdat cyclische werkloosheid dreigt te onttaarden in structurele werkloosheid en de lage investeringen een terugslag hebben op de kapitaalvoorraad. Het vooruitzicht op een laag groeipotentieel zet op zijn beurt een rem op de vraag – via een permanent inkomenseffect op de consumptie en verminderde investeringen. Monetairbeleidsaccommodatie – hoe belangrijk ook – mag niet de enige hefboom zijn. Er is dan ook een belangrijke rol weggelegd zowel voor een groeivriendelijk en vertrouwenwekkend begrotingsbeleid als voor het type structurele hervormingen dat niet alleen het groeipotentieel op langere termijn ondersteunt, maar ook reeds op korte termijn de vraag kan stimuleren.
13. Zo kan tevens worden vermeden dat het monetair beleid voor een al te groot deel van de aanpassing moet zorgen. Het is immers niet in staat een oplossing te bieden voor tal van uitdagingen die de louter monetaire sfeer overstijgen en dus structureel moeten worden verholpen. Het onvermogen om die oplossingen te vinden, kan de druk op de centrale banken evenwel opvoeren en er zelfs toe leiden dat hun onafhankelijkheid ter discussie wordt gesteld, zeker nu er steeds meer aandacht wordt besteed aan de verdelingseffecten van het monetair

beleid en de implicaties daarvan voor de spaarders. Het verlies van die onafhankelijkheid zou uiteindelijk ten koste gaan van het behoud van prijsstabiliteit, waardoor – veeleer dan een antwoord te bieden – een additionele bron van onzekerheid zou ontstaan.

2. De lage rente in het eurogebied : symptoom van ondermaatse groei

14. De matige opleving van de economische bedrijvigheid die medio 2013 in het eurogebied op gang kwam, zette zich in 2016 voort, ook al vertraagde de groei tot 1,7%, tegen 2% in 2015. Ondanks de weinig gunstige externe omgeving, de toegenomen onzekerheid en de golven van volatiliteit op de financiële markten – die deels ook te maken hadden met bezorgdheid over de banken in het eurogebied en over hun capaciteit om de economie te financieren –, bleef het herstel intact. Dat kwam door de gunstige financieringsvoorwaarden die met de verdere versoepeling van het monetair beleid gepaard gingen, alsook door een zekere begrotingsimpuls. Bovendien werd de binnenlandse vraag, en meer in het bijzonder de particuliere consumptie, niet enkel ondersteund door de lage olieprijs maar ook door een verrassend sterke werkgelegenheidscreatie. Mede als gevolg van eerder ten uitvoer gelegde arbeidsmarkthervormingen was de groei immers zeer werkgelegenheidsintensief. Dat de binnenlandse vraag inmiddels de motor van de groei is geworden en dat ze dat in de moeilijke omstandigheden van 2016 ook is gebleven, steekt scherp af tegen de eerste fase van herstel die het eurogebied onmiddellijk na de grote recessie doormaakte.
15. Toch kampt het eurogebied nog altijd met een groot onevenwicht tussen sparen en investeren. Het aandeel van de investeringen in het bbp ligt nog steeds ruim 2 procentpunt lager dan het gemiddelde van vóór de crisis, en het overschot op de lopende rekening – het verschil tussen sparen en investeren – is inmiddels opgelopen tot 3,7% bbp. Een en ander gaat gepaard met een vraagtekort en ondertewerkstelling. Zo was de output gap in 2016, volgens de Europese Commissie, ten belope van 1% negatief en bedroeg de werkloosheid eind 2016 nog steeds 9,8%. Terwijl de totale inflatie als gevolg van de ommekeer in het prijsverloop van energiedragers aan het einde van het jaar aantrok tot 1,1%, bleef de onderbenutting van de productiecapaciteit het verloop van de binnenlandse kosten drukken. Daardoor kwam de inflatie ongerekend energiedragers en levensmiddelen voor het derde jaar op rij niet boven de 0,9% uit.
16. Doordat de inflatie hardnekkig achterbleef bij de definitie van prijsstabiliteit van de Raad van Bestuur van de ECB – een inflatie onder, maar dicht bij 2% op middellange termijn – en er onvoldoende aanwijzingen waren dat die kloof op duurzame wijze zou worden gedicht, werd de reeds sterk accommoderende monetairbeleidskoers in 2016 tot tweemaal toe verder versoepeld. Daarbij werd slechts in beperkte mate gebruik gemaakt van de beleidsrentes, ofschoon in maart 2016 de rente op de basisherfinancieringstransacties met 5 basispunten werd verlaagd tot 0% en die op de depositofaciliteit met 10 basispunten tot –0,40%.
17. Hoe negatiever de beleidsrente, hoe moeilijker de transmissie van verdere verlagingen via het voor de financiering van de economie van het eurogebied zeer belangrijke bancaire kanaal. De fundamentele oorzaak daarvan is dat er steeds een nulrentend financieel actief beschikbaar is, namelijk bankbiljetten. Daardoor kunnen de banken op hun retaildeposito's moeilijk negatieve rentetarieven aanrekenen. Vooral voor de deposito's van particulieren zou dat het risico van massale opvraging van bankbiljetten doen ontstaan. Indien de aan deze belangrijke bron van funding verbonden kosten niet meer kunnen dalen, komt de rentabiliteit van de banken en derhalve ook hun capaciteit om de rentedaling door te berekenen in de tarieven op leningen of om krediet te blijven verstrekken, onder druk. Een en ander impliceert dat er voor de beleidsrentes een ondergrens bestaat en het verklaart waarom centrale banken naar andere instrumenten grijpen wanneer ze die grens naderen. Het inzetten van die niet-conventionele instrumenten

komt er in essentie op neer dat de beleidsrente, veeleer dan verder te worden verlaagd, voor een langere periode op haar ondergrens wordt gehouden en dat risicopremies worden gedrukt via aankopen van activa om aldus de rendementscurve af te vlakken. Zo ontstaat, in plaats van een duidelijke omgeving van negatieve rentes, veeleer een lagerenteomgeving en zulks voor een doorgaans langere periode.

18. Het Eurosysteem was die weg reeds eerder ingeslagen, om te beginnen door vanaf juli 2013 aan te geven dat de beleidsrentes wellicht gedurende een lange tijdspanne op de bereikte of lagere niveaus zouden blijven en, later, door in 2015 van start te gaan met een grootschalig programma voor de aankoop van activa. Volgens dat programma werd vanaf maart 2015 iedere maand voor € 60 miljard vastrentende activa gekocht – vooral overheidsobligaties, maar ook gedekte bankobligaties en effecten met activa op onderpand –, aanvankelijk met de bedoeling de aankopen te laten lopen tot september 2016. In december 2015 werd het programma reeds verlengd tot maart 2017, en in ieder geval totdat de Raad van Bestuur een duurzame aanpassing van het inflatietraject ziet in overeenstemming met de doelstelling van prijsstabiliteit. De duur van het programma was immers van bij de start resultaatgebonden.
19. In het verlengde daarvan werd het maandelijkse volume van de activa-aankopen in maart 2016 opgetrokken van € 60 tot 80 miljard en werd aangekondigd dat ook door niet-financiële bedrijven uitgegeven obligaties zouden worden gekocht. Bovendien werd de forward guidance voor de beleidsrentes versterkt door ze te koppelen aan die voor de activa-aankopen. Er werd immers verduidelijkt dat de tijdspanne gedurende welke de beleidsrentes vermoedelijk op hun huidig of lager niveau zullen blijven, ruim verder reikt dan de horizon voor de netto-aankopen van activa. Het rentesignaal werd nog krachtiger doordat voor de toen eveneens aangekondigde nieuwe reeks van vier gerichte herfinancieringsoperaties met een looptijd van vier jaar een vaste rente werd toegepast. Een en ander was, samen met de verlaging van de rente op de depositofaciliteit tot $-0,40\%$, een reactie op de verdere daling van de inflatieverwachtingen tijdens de eerste maanden van 2016. Die was op haar beurt het gevolg van de verslechterende groeivoorzichten voor de wereldeconomie en de bijbehorende druk op de aardolieprijs. Lagere inflatieverwachtingen sijn immers snel door in de werkelijke inflatie omdat ze de prijs- en loonvorming beïnvloeden. Bovendien stijgt de reële rente als de daling van de inflatieverwachtingen niet wordt gecompenseerd door een versoepeling van het monetair beleid, wat het herstel van de economische bedrijvigheid – en dus ook van de inflatie – bemoeilijkt. Het risico op een deflatoire spiraal was in dergelijke omstandigheden niet veraf.
20. In december 2016 besloot de Raad van Bestuur van de ECB ook na maart 2017 activa te blijven aankopen omdat er onvoldoende uitzicht was op een duurzame aanpassing van het inflatietraject in de richting van de doelstelling. Het programma diende bijgevolg te worden verlengd, ditmaal tot december 2017 of – volledig in lijn met eerdere indicaties – langer indien nodig. Omdat vergeleken met het begin van het jaar het gevaar voor deflatie sterk was verminderd, werd het maandelijkse bedrag voor die extra aankopen evenwel teruggebracht tot de oorspronkelijke € 60 miljard. Intussen was immers gebleken dat het economisch herstel zich had kunnen voortzetten, terwijl zowel de grondstoffenprijzen als de inflatieverwachtingen over hun dieptepunt heen waren. De Raad gaf echter ook te kennen dat het programma qua omvang en/of qua duur zou worden opgeschroefd, mochten de vooruitzichten verslechteren of mocht het verloop van de financiële voorwaarden een duurzame aanpassing van het inflatietraject in de weg komen te staan. Aan het einde van het jaar was de lange rente immers ook in het eurogebied gestegen; die stijging viel bovendien groter uit voor de meest kwetsbare landen.
21. Dat geheel van maatregelen zorgde voor bijzonder soepele financiële voorwaarden. In het derde kwartaal van 2016 was de rente op overheidspapier in de meeste landen van het eurogebied tot ongekend lage niveaus gedaald en ook de rente op bedrijfsobligaties zakte als gevolg

van de aankopen door het Eurosysteem. Nadien ging de lange rente weliswaar stijgen. Dat weerspiegelde echter vooral een herstel van de inflatieverwachtingen zodat de impact op de reële rente beperkt bleef. Tijdens die correctie bleek het kortere eind van de rendementscurve bovendien vrij ongevoelig te zijn voor de opwaartse beweging in de Verenigde Staten, wat erop wijst dat de forward guidance met betrekking tot de beleidsrentes doeltreffend is. Daarnaast versnelde de groei van de bancaire kredietverstrekking aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen en bleef de rente op die leningen teruglopen. Die daling was markanter in de landen die zwaar onder de financiële fragmentatie van 2011-2012 hadden geleden en de kredietvoorwaarden voor kleinere ondernemingen gingen opnieuw nauwer aansluiten bij die voor grote debiteuren. Het betreft hier evenveel factoren die, in een klimaat van onzekerheid, het herstel hebben geschraagd.

22. Toch zijn er aanwijzingen dat het verzadigingspunt voor de bancaire transmissie nadert. De daling van de rente op deposito's is immers aan het uitbodemen en de rentemarge van de banken komt onder druk. Het effect van de lage rente op de rentabiliteit van de banken is evenwel complex en er zijn ook, zeker op korte termijn, compenserende factoren. Zo leidt de hogere waardering van financiële activa tot meerwaarden op de effectenportefeuille van de banken en ondersteunt het economisch herstel de vraag naar nieuw krediet en voorkomt het wanbetalingen. Naarmate de lagerenteomgeving blijft duren, gaan sommige van die positieve effecten evenwel verdampen, terwijl de druk op de rentemarge als gevolg van de starre rente op retaildeposito's blijft aanhouden.
23. Het accommoderend monetair beleid sorteert niet enkel neveneffecten op de rentabiliteit van de financiële instellingen, het kan ook andere risico's inhouden voor de financiële stabiliteit. Een en ander houdt verband met een mogelijke overwaardering van de activaprijzen, met een overdreven zoektocht naar rendement en een sterke groei van de shadow banking sector, met een nieuwe kredietboom, of nog, met het verstoren van de middelenallocatie, wat uiteindelijk het groeipotentieel ondermijnt. Indien dergelijke risico's zich enkel in bepaalde segmenten van het financieel stelsel voordoen, kunnen ze het best worden ingedijkt door het prudentieel beleid – en door het macroprudentieel beleid in het bijzonder. Dat is zeker het geval in het eurogebied waar de omvang van die kwetsbaarheden meestal verschilt van land tot land en het macroprudentieel beleid over een nationale component beschikt, terwijl het monetair beleid enkel op het niveau van de muntunie voorhanden is. Door het aanleggen van buffers kan het macroprudentieel beleid voor meer systemische weerbaarheid zorgen en bovendien kan het nieuwe excessen inperken. Het monetair beleid kan derhalve focussen op zijn primaire doelstelling – het behoud van prijsstabiliteit –, wat overigens positieve spillovereffecten heeft op de financiële stabiliteit. Doordat het monetair beleid de nominale groei ondersteunt, heeft het een gunstige impact op de schuldafbouw en op de kredietkwaliteit van de uitstaande leningen. Bovendien voorkomt prijsstabiliteit dat er onzekerheid ontstaat over de waarde van financiële contracten; deze laatste zijn immers vaak in nominale termen afgesloten. Een onverwacht lage inflatie brengt meer bepaald een arbitraire middelenverschuiving van debiteuren naar crediteuren teweeg en drukt daarom de terugbetalingscapaciteit van de debiteuren. De interacties tussen het macroprudentieel en het monetair beleid zijn derhalve belangrijk, maar het betreft tevens een vrij nieuwe materie en de kennis van de transmissiekanalen is nog relatief beperkt. Daarom heeft de Bank in het najaar van 2016 aan deze thematiek een colloquium gewijd.
24. Er zijn tot dusver weinig aanwijzingen dat de financiële activa in het eurogebied algemeen overgewaardeerd zijn. Toch is het zaak die waarderingen te blijven monitoren. Eventuele onevenwichten worden immers vaak geleidelijk opgebouwd. Er lijkt evenmin een nieuwe kredietboom in de maak. Ondanks de verbeterde kredietvoorwaarden is de beschikbaarheid van krediet voor niet-financiële ondernemingen nog steeds een factor die de financiering van nieuwe projecten bemoeilijkt, vooral in de landen waar de banken nog veel probleemkredieten op hun balans hebben staan. Het krediet voor de aankoop van een

woning, daarentegen, neemt in sommige landen van het eurogebied forser toe, wat ook geldt voor de prijsstijging op de vastgoedmarkt. De European Systemic Risk Board (ESRB) heeft recentelijk dan ook gewezen op kwetsbaarheden in de residentiële vastgoedmarkt van vijf landen uit het eurogebied, waaronder België. Verderop wordt toegelicht hoe de Bank bij de tenuitvoerlegging van het macroprudentieel beleid in België deze en andere risicofactoren in aanmerking heeft genomen.

25. Het monetair beleid heeft zelden méér het voorwerp van publieke discussie uitgemaakt dan in 2016. Twee thema's staan daarbij centraal. Enerzijds rijst de vraag of dat beleid via zijn opwaarts effect op de activaprijzen niet vooral aan de grotere vermogens ten goede is gekomen en op die manier voor meer sociale ongelijkheid heeft gezorgd. Anderzijds wordt beweerd dat het een kunstmatige lagerenteomgeving heeft gecreëerd waar de spaarder het slachtoffer van is, een verschijnsel waar ook wel aan wordt gerefereerd als financiële repressie.
26. De impact van het monetair beleid op de verdeling van inkomen en vermogen is een complexe materie omdat er twee kanalen aan het werk zijn: een macro-economisch en een financieel kanaal. De verdelingseffecten via het – vooral op middellange termijn functionerende – macro-economische kanaal zijn meestal sociaal progressief. Het verzachten van de recessie en de daaruit resulterende vermindering van de werkloosheid komen immers vooral aan de lagere inkomensgroepen ten goede. Het trachten te verhinderen dat de inflatie daalt, kan dan weer een arbitraire herverdeling van vermogen voorkomen tussen debiteuren – vaak jongere huishoudens – en crediteuren – die veeleer tot de oudere bevolkingsgroepen behoren; een en ander is derhalve billijk uit intergenerationeel oogpunt. Via het financiële kanaal kunnen op kortere termijn eventueel wel regressieve verdelingseffecten tot stand komen. Uit een analyse van de samenstelling en de verdeling van het nettovermogen van de Belgische huishoudens op grond van de in 2014 gehouden Household Finance and Consumption Survey blijkt echter dat het totale verdelingseffect van de lagerenteomgeving via het financiële kanaal moeilijk kan worden ingeschat. De meest vermogende huishoudens trekken dan wel het meest profijt van meerwaarden op zowel financiële activa als hun eigen woning of ander vastgoed, maar door de lage rente mislopen ze ook inkomen. Huishoudens uit de middelste vermogenskwintielen verliezen, enerzijds, rente-inkomsten op hun deposito's maar zien, anderzijds, hun woning in waarde stijgen en hebben het meest baat bij het goedkoper worden van woonkrediet. Bij de minst vermogende huishoudens wegen de schulden, onder meer in de vorm van consumentenkrediet, zwaarder. In dat geval is een rentedaling veeleer positief. Het staat bijgevolg niet vast of het monetair beleid sterke verdelingseffecten ten voordele van de meer vermogenden heeft teweeggebracht, wat nog minder het geval is als ook de impact van de macro-economische stabilisatie op de werkloosheid in aanmerking wordt genomen.
27. Wat nu de determinanten van de lagerenteomgeving betreft, is het niet zozeer door het monetair beleid zelf – laat staan door een of andere vorm van financiële repressie –, maar wel door het grote onevenwicht tussen sparen en investeren dat de rente onder neerwaartse druk staat. Deze cyclische component – die in het eurogebied nog steeds sterk voelbaar is omdat de crisis er diepe sporen heeft achtergelaten – komt bovenop een aantal factoren van meer structurele aard die de reële rente de afgelopen decennia hebben doen dalen, bijvoorbeeld de tragere productiviteitsgroei, de grotere spaarneiging die op wereldschaal gepaard gaat met de vergrijzing van de bevolking en met de toegenomen inkomensongelijkheid, alsook de absorptie, door de mondiale financiële markten, van de spaaroverschotten van de opkomende economieën. Bovendien werd de neerwaartse druk op de risicoloze rente tijdens de crisis nog geïntensiveerd door een forse toename van de risicoaversie en door het geslonken aanbod van veilige activa. In het eurogebied werd meer bepaald de kredietrating van tal van overheden verlaagd. Die factoren drukken de evenwichtsrente – een theoretische reële rente die, bij een volledige bezetting van de productiecapaciteit en een stabiele inflatie, sparen en investeren met elkaar in evenwicht brengt. Het monetair beleid moet die beweging volgen, zodat de eigenlijke rente de evenwichtsrente weerspiegelt. Zo niet komt de rente te hoog uit in vergelijking met

de opbrengst van de investeringen, waardoor deze laatste teruglopen, de productiecapaciteit niet langer volledig wordt benut en de inflatie daalt. Dat is vandaag niet wezenlijk anders, nu bij het naderen van de ondergrens voor de beleidsrentes ook niet-conventionele instrumenten worden ingezet om de bredere constellatie van rentetarieven in de economie te beïnvloeden. Door aldus de onderbezetting van de productiefactoren en desinflatie tegen te gaan, worden de voorwaarden gecreëerd om op termijn de rente opnieuw te normaliseren op een peil dat door haar meer structurele determinanten wordt bepaald. Door bovendien ook op die structurele determinanten in te werken – een taak die is weggelegd voor het budgettaire en het structureel beleid –, kan, bijvoorbeeld via een toename van de productiviteit, een meer duurzame stijging van de evenwichtsrente worden bewerkstelligd. Omdat spaarders finaal steeds een vordering hebben op de reële economie, is de gezondheid van deze laatste de fundamentele bepalende factor van hun rendement.

28. Gelet op de omvang van het vraagtekort in het eurogebied zou het in principe wenselijk zijn dat de van het monetair beleid uitgaande vraagstimulans wordt versterkt door een budgettaire impuls. Dat is trouwens wat in 2016 in zekere mate is gebeurd. De verkleining van het overheidstekort in het eurogebied, van 2,1 % in 2015 tot 1,8 %, bleef immers achter bij de vermindering van de rentelasten en de impact van de conjunctuurverbetering. In diverse lidstaten nam de begrotingsstimulans de vorm aan van belastingverlagingen. Het is echter ook van cruciaal belang dat de houdbaarheid van de overheidsfinanciën wordt gevrijwaard teneinde de budgettaire kosten van de vergrijzing op te vangen en buffers voor de toekomst aan te leggen. Meer vertrouwen in de duurzaamheid van de overheidsfinanciën is op zijn beurt bevorderlijk voor de consumptie en voor investeringen van de private sector. Het is dan ook zaak dat de behoefte aan een stabiliserend begrotingsbeleid in het eurogebied in overeenstemming wordt gebracht met de vereiste dat de lidstaten de regels van het Stabiliteits- en groeipact naleven. Dit impliceert dat er, met uitzondering van een aantal landen, weinig of geen ruimte is voor een meer expansieve koers. De meeste landen – waaronder België – zijn immers nog verwijderd van hun middellangetermijndoelstelling in het preventieve gedeelte van het Pact. Ze moeten dus het vereiste aanpassingstraject naar die doelstelling volgen. Die trajecten worden overigens gemoduleerd volgens de conjuncturele positie van de bewuste landen en op basis van de inspanningen die ze leveren inzake structurele hervormingen of in het kader van het Europees Fonds voor strategische investeringen. Bovendien worden de aan de vluchtelingencrisis verbonden kosten of de veiligheidsmaatregelen die na de terroristische aanslagen werden genomen, als uitzonderlijke factoren beschouwd. Omdat het Pact op de middellange termijn is gericht, biedt het daar immers de nodige flexibiliteit toe. Zelfs zonder budgettaire ruimte kunnen de lidstaten hun begrotingsbeleid groeivriendelijker maken via kwalitatieve verschuivingen in hun ontvangsten en uitgaven, en door efficiëntiewinsten na te streven. Naast cyclische ondersteuning kan aldus ook het groeipotentieel op lange termijn worden geschraagd. Overheidsinvesteringen – voornamelijk in voor de economie nuttige infrastructuur – kunnen ter zake een sleutelrol spelen. Welkom in dat verband zijn de verduidelijkingen van Eurostat over de statistische behandeling van publiek-private-samenwerkingsverbanden. Het verdient aanbeveling na te gaan of dergelijke overheidsinvesteringen niet extra kunnen worden gestimuleerd door in het preventieve gedeelte van het Pact enkel rekening te houden met de afschrijvingen veeleer dan met de totale investeringsuitgaven, op voorwaarde dat de houdbaarheid van de schuld daar niet door in het gedrang komt. Zo zou de lagerenteomgeving maximaal kunnen worden benut.
29. Groeibevorderende structurele hervormingen zijn een ander essentieel onderdeel van de beleidsmix waar het eurogebied nood aan heeft. Ze kunnen het voor een goed functionerende monetaire unie zo noodzakelijke convergentieproces bewerkstelligen en de lidstaten weerbaarder maken in geval van schokken. Bovendien zorgen ze voor meer potentiële groei. Deze laatste is in het eurogebied inmiddels vertraagd tot ongeveer 1 %, terwijl hij in de Verenigde Staten 2 % belooft. Om het proces van schuldfabouw te versnellen en het Europese sociale model betaalbaar te houden, is meer potentiële groei derhalve onontbeerlijk. In 2016 is

de hervormingsdynamiek evenwel stilgevallen nadat eerder, vooral in de landen die het zwaarst door de crisis waren getroffen, tal van hervormingen ten uitvoer waren gelegd. De klemtoon lag daarbij op arbeidsmarkthervormingen en op het herstel van het concurrentievermogen. Wat de toekomst betreft, moeten productiviteit en werkgelegenheid evenwel de sleutelwoorden worden. Productiviteit omdat het op lange termijn dé bron van inkomenscreatie is en werkgelegenheid omdat inschakeling in het arbeidsproces het middel bij uitstek is dat tot meer maatschappelijke inclusie leidt. De door de Ecofin-Raad in september 2016 aanbevolen oprichting van nationale productiviteitsraden zou in de toekomst een belangrijke facilitator van hervormingen kunnen worden. Productiviteitsverhogende hervormingen en de creatie van een ondernemersvriendelijk klimaat kunnen het investeringsdeficit in het eurogebied in aanzienlijke mate helpen wegwerken. Terwijl het monetair beleid de financieringskosten van de investeringen drukt, verhogen hervormingen de opbrengst ervan. De complementariteit van beide beleidspolen zal de investeringen extra stimuleren. Hervormingen zijn bovendien bevorderlijk voor het vertrouwen omdat ze de onzekerheid over de lange termijn verminderen en uitzicht bieden op meer groei. Niet enkel goed functionerende product- en arbeidsmarkten, maar ook een vlotte kapitaalallocatie zijn van belang. Nieuwe en toekomstgerichte projecten vereisen immers voldoende financiering.

30. De financiële sector is een belangrijke hefboom om in het eurogebied een duurzame economische opleving tot stand te brengen. De afgelopen jaren zijn aanzienlijke maatregelen genomen om het vertrouwen in die sector te herstellen – met onder meer de eerste fasen van de bankenunie en, bij de start van het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme, een alomvattende beoordeling die bestond uit een door de ECB uitgevoerde activakwaliteitsbeoordeling en een stresstest. Die maatregelen blijken echter ontoereikend, getuige de in de loop van 2016 toegenomen volatiliteit op de markten. De financiële sector bleek weliswaar veerkrachtiger en solider als gevolg van de regelgevende hervormingen die na de financiële crisis ten uitvoer werden gelegd. Een duurzaam economisch herstel vereist evenwel dat de financiële sector in het eurogebied grondiger en overtuigender wordt gesaneerd om de onzekerheid rond de sector, die in juni nog groter werd nadat de Britten voor een brexit hadden gestemd, te doen afnemen.
31. Het probleem van de dubieuze vorderingen in bepaalde landen van het eurogebied – een erfenis van de langdurige recessie in sommige lidstaten – moet zo snel mogelijk worden aangepakt. Die vorderingen zijn in de EU goed voor meer dan € 1 000 miljard. De geschiedenis heeft geleerd dat niet-renderende leningen op de balansen nefast zijn voor de financiële situatie van banken. Probleemkredieten hollen het kredietaanbod uit van de instellingen die, om deze portefeuilles te beheren, aanzienlijke middelen moeten vrijmaken, zowel financiële – met name door het aanleggen van extra reserves – als menselijke. Daardoor beschikken de banken over minder middelen om nieuwe kredieten te verstrekken. Die factoren remmen het herstel van de economische bedrijvigheid in Europa fors af en kunnen de transmissie van het monetair beleid verstoren.
32. Soelaas kan enkel worden geboden door een coherente strategie die een sanering van de bankbalansen beoogt en op diverse hefbomen berust. De economische groei is op dit ogenblik ontoereikend om die sanering te bewerkstelligen. Bovendien zou ieder getalm ter zake ervoor kunnen zorgen dat het herstel van de broze economische groei wordt gefnuikt en dat de geloofwaardigheid van de in het kader van de bankenunie opgerichte Europese instellingen in gevaar komt. Opdat die vorderingen vroeg genoeg zouden worden geïdentificeerd en in voldoende mate gedekt zouden zijn ten aanzien van de gelopen risico's moet, om te beginnen, het toezicht indringend ('intrusive') zijn. In dat kader heeft de ECB een werkgroep opgericht die tot taak heeft richtlijnen op te stellen die een beter beheer beogen van de noodlijdende activa en erop gericht zijn kwantitatieve doelstellingen vast te leggen voor de afbouw ervan. Deze laatste doelstelling stuit in sommige landen evenwel op de zwakke solvabiliteit van de banken. Voorts moeten sommige lidstaten hun rechtssysteem grondiger

hervormen, met name ten behoeve van efficiëntere uitwinnings- en faillissementsprocedures. Dergelijke hervormingen zijn van essentieel belang om op de secundaire markt de waarde van de dubieuze vorderingen te verhogen en aldus de verkoop van die activa te stimuleren.

33. Vanwege de omvang en de diversiteit van de dubieuze vorderingen in Europa moet in het licht van deze problematiek ook een secundaire markt voor die activa worden ontwikkeld. De oprichting van 'bad banks' kan daaraan bijdragen, en ook regelmatige en omvangrijke verkopen van dergelijke activa behoren tot de mogelijkheden. Het nieuw Europees wettelijk kader, ingesteld krachtens de richtlijn betreffende het herstel en de afwikkeling van banken, maakt de tenuitvoerlegging van dergelijke maatregelen evenwel complexer. Dat kader bepaalt immers dat de in dergelijke gevallen doorgaans noodzakelijke staatssteun moet worden voorafgegaan door de afwikkeling van de instellingen in kwestie, enerzijds, en door een eis tot interne versterking ('bail-in'), die overeenstemt met 8% van het passief van de instelling, anderzijds. Daarnaast bepaalt de richtlijn dat, onder bepaalde voorwaarden, een kredietinstelling staatssteun kan genieten zonder dat ze moet worden afgewikkeld. Daarvan is, teneinde de financiële stabiliteit te vrijwaren, gebruik gemaakt om de Italiaanse regering een zogeheten 'herkapitalisatie uit voorzorg' ('precautionary recapitalisation') te laten uitvoeren voor Monte dei Paschi di Siena waarbij, zonder de vereiste tot interne versterking, achtergestelde schuldeisers worden behandeld als aandeelhouders, met uitzondering van achtergestelde retailschuldeisers die voor de geleden schade door de bank zelf zullen worden vergoed. De middelen die de Italiaanse regering heeft uitgetrokken om de banksector te saneren, maken het mogelijk die aanpak te verruimen tot andere banken die geen beroep kunnen doen op de eigen aandeelhouders of die op de markt geen kapitaal kunnen aantrekken. Die herkapitalisatie dient echter gepaard te gaan met omvangrijke herstructureringsmaatregelen teneinde de leefbaarheid van de betrokken banken op termijn te verzekeren.
34. De Europese banksector kampt met rentabiliteitsproblemen in de ruime zin van het woord. Niet enkel het rentepeil weegt op de Europese sector, ook de overcapaciteit en sommige inefficiënties in de sector dragen eraan bij. De rigide beheer- en kostenstructuren verhinderen vaak dat de sector zich snel aanpast aan nieuwe situaties en nieuwe ontwikkelingen, bijvoorbeeld de digitale revolutie. Na de financiële crisis zijn de balansen van de banken weliswaar afgeslankt, maar de maatregelen die een verbetering van de efficiëntiewinsten en een vereenvoudiging van de beheer- en organisatiestructuren beogen, zijn niet steeds ten uitvoer gelegd. Sommige risico's verbonden aan praktijken uit het verleden worden overigens pas vandaag duidelijk door de zware financiële boetes die worden opgelegd en een potentieel gevaar inhouden voor de financiële positie van de banken. De banken die reeds geherstructureerd zijn, blijken doorgaans rendabeler en kunnen zich gemakkelijker aan de nieuwe ontwikkelingen aanpassen. De huidige situatie, die wordt gekenmerkt door heel wat onzekerheid zowel macro-economisch als qua regelgeving en door een toegenomen volatiliteit en complexiteit, noopt tot een groter aanpassingsvermogen van de bancaire sector.
35. Het zou daarom aanbeveling verdienen dat de zogeheten 'Bazel 3.5'-hervorming op korte termijn kan worden afgerond. Dat zou duidelijkheid scheppen en de banken in staat stellen hun bedrijfsmodel aan dat nieuwe kader aan te passen. De omzetting van het Bazel 3.5-akkoord in Europese wetteksten zal ongetwijfeld tijd vragen, maar het is van cruciaal belang dat de Europese autoriteiten het akkoord nauwkeurig omzetten, en de termijnen naleven die zijn vastgesteld voor de uitvoering ervan op internationaal niveau. De nieuwe voorstellen zijn voornamelijk bedoeld om oplossingen aan te reiken voor het probleem van niet-verantwoorde verschillen bij het gebruik van interne modellen voor de berekening van de kapitaalvereisten. Een dergelijk akkoord zou ook een pauze inlassen in de golf van na de financiële crisis ingevoerde regelgevende hervormingen die een gezondere en veerkrachtiger sector beogen. De komende jaren zullen belangrijk zijn om na te gaan welke

gevolgen al die hervormingen hebben voor de diverse bedrijfsmodellen van de banken en voor de reële economie. Er zal ook moeten worden onderzocht of de complexiteit van het nieuwe prudentiële kader geen ongewenste gevolgen heeft of aanzet tot gedrag dat erop gericht is de regelgeving te omzeilen.

36. Na verscheidene jaren van vooruitgang in de governance van de Economische en Monetaire Unie, werd in 2016 vaak pas op de plaats gemaakt. Wat de bankenunie betreft, zijn de door de Europese Commissie in 2015 ingediende voorstellen voor de oprichting van een gemeenschappelijk depositogarantiestelsel – de derde pijler van de bankenunie – nog niet ten uitvoer gelegd. Dat stelsel zou berusten op een Europees depositogarantiefonds dat wordt gespijsd door bijdragen van de banken volgens hun risicoprofiel en dat zou worden beheerd door de Gemeenschappelijke Afwikkelingsraad. De uiteindelijke integrale overname van de depositogarantie door het Europees stelsel zou pas een feit worden na een overgangperiode van acht jaar. Die risicodeling moet evenwel gepaard gaan met een beter risicobeheer in de sector. Daarenboven dienen ook mechanismen te worden uitgewerkt die het financieel systeem verder loskoppelen van de nationale overheidsfinanciën. Zowel op Europees als op internationaal niveau is in dat verband een reflectie gestart over de prudentiële behandeling van de risico's die banken op soevereine overheden aanhouden, zonder dat dit echter al tot concrete beleidsvoorstellen heeft geleid. Het zijn de meningsverschillen over het evenwicht tussen risicodeling en risicobeperkende maatregelen voor de sector die maken dat de afronding van de bankenunie op zich laat wachten. Het voltooiën van die unie en het oplossen van de structurele problemen waarmee de sector wordt geconfronteerd, zijn nochtans absoluut noodzakelijk voor de coherentie van het Europees project.

3. Uitdagingen voor het Belgisch financieel systeem in de lagerenteomgeving

37. In 2016 begon de aanhoudende omgeving van zeer lage, en zelfs negatieve, rentes te raken aan de fundamenteën van de financiële intermediatie. De huidige rentestand drukt structureel de rentabiliteit van de financiële instellingen en zou bovendien de financiële stabiliteit in haar geheel in het gedrang kunnen brengen.
38. De verzekeringsondernemingen worden daar, vooral wat de levensverzekeringen via de zogenoemde tak 21-activiteiten betreft, bijzonder zwaar door getroffen. De sector van de levensverzekeringen moet verplichtingen blijven nakomen die in het verleden zijn aangegaan en waar hoge gewaarborgde rendementen aan verbonden zijn. Naarmate de periode van lage rentes aanhoudt, gaat het rendement van de activaportefeuilles van de levensverzekeringsondernemingen evenwel slinken, waardoor hun financiële situatie en eventueel hun vermogen om hun contracten te honoreren, in gevaar komt. Die trend heeft er een aantal instellingen reeds toe aangezet hun businessmodel te herzien. Een reeks instellingen hebben daarover aankondigingen gedaan, meestal in de richting van afbouw of stopzetting van bepaalde levensverzekeringsactiviteiten. Vooral voor de ondernemingen die enkel levensverzekeringsproducten aanbieden, is de noodzaak om hun businessmodel te herzien potentieel het grootst; de andere verzekeringsactiviteiten hebben het de afgelopen jaren immers veel beter gedaan. Alle ondernemingen zullen evenwel een denkoefening moeten houden om de lagerenteomgeving in hun bedrijfsmodel te integreren.
39. Die uitdagingen zijn ook naar voren gekomen in de resultaten van de door de EIOPA in samenwerking met de Bank uitgevoerde stresstests. In de huidige lagerenteomgeving is het van belang dat de verzekeringsondernemingen, willen ze hun toekomstige resultaten niet op het spel zetten, hun financiële situatie verstevigen, vooral door minder meerwaarden te realiseren en door de uitbetaling van winsten en dividenden aan respectievelijk hun verzekerden en hun aandeelhouders te beperken. Tegen die achtergrond heeft de Bank de

minister van Economie een ontwerp van Koninklijk Besluit voorgelegd dat de winstuitkeringen beoogt te omkaderen. Dat inmiddels door de minister goedgekeurd ontwerpbesluit biedt de Bank – als microprudentiële autoriteit – de mogelijkheid om een dergelijke uitkering aan de verzekeren te verbieden, mocht daardoor het financieel evenwicht van de onderneming in het gedrang komen. De Bank pleit er overigens reeds verscheidene jaren voor om bij het vaststellen van de rente op nieuwe contracten rekening te houden met de markttrente. Dat principe is opgenomen in de wet van 13 maart 2016 die voorziet in een mechanisme voor de vaststelling van de rente op basis van het gemiddelde rendement van de tienjaars OLO's over 24 maanden, met een maximum van 3,75 % en een minimum van 0,75 %. Volgens dat principe zou de maximale rente op de individuele levensverzekeringsovereenkomsten moeten worden verlaagd van 2 % tot 0,75 %. De minister van Economie – die over een vetorecht beschikt – heeft echter besloten die rente in 2017 ongewijzigd te laten op 2 % om redenen van consumentenbescherming en om een zekere band te handhaven met de op dit ogenblik in de wetgeving op de aanvullende pensioenen op 1,75 % bepaalde minimale rente.

40. Meer fundamenteel doen de resultaten van de stresstests en de laatste financiële resultaten van sommige ondernemingen vragen rijzen over de duurzaamheid van een levensverzekeringsbedrijf dat overeenkomsten met gewaarborgde rente hanteert. Sommige verzekeringsondernemingen hebben er, in het kader van hun strategische reflectie, reeds voor geopteerd bepaalde segmenten van de levensverzekering te verlaten en/of hun klanten massaal voor te stellen hun bestaande overeenkomsten met hoge gewaarborgde rente af te kopen, tegen betaling van een afkooppremie. In dat kader heeft de Bank ook voorstellen geformuleerd – die ze vervolgens aan de overheid en de diverse actoren heeft voorgelegd – om de verzekeringsactiviteit in sommige opzichten nieuw leven in te blazen. Die maatregelen moeten er met name voor zorgen dat nieuwe kansen worden gecreëerd om een duurzame groei van de economie te ondersteunen en, meer in het bijzonder, infrastructuurprojecten te financieren waaraan in België reeds lang een nijpend tekort heerst.
41. Samen met enkele andere factoren die de rentabiliteit beïnvloeden, bijvoorbeeld de bankheffingen, plaatst de huidige omgeving van aanhoudend lage, en zelfs negatieve rentes ook de banksector voor bijzondere uitdagingen. Tijdens de afgelopen jaren heeft de rentedaling er nochtans voor gezorgd dat de intermediatiemarge van de sector kon worden verbeterd. De banken waren in staat om, dankzij hun financieringsstructuur die in zeer hoge mate op spaardeposito's berust, hun financieringskosten bijna ogenblikkelijk aan de marktvoorwaarden aan te passen, terwijl de activa slechts geleidelijk werden aangepast naargelang de leningen op vervalddag kwamen. De rentedaling maakte het ook mogelijk de kredietvraag te ondersteunen en eventuele meerwaarden te realiseren op obligatieportefeuilles van de banken. Dit laatste kwam bovenop het effect van tal van herstructureringsmaatregelen die de sector in het kielzog van de financiële crisis ten uitvoer legde. Die maatregelen hebben het aanzien van de Belgische banksector grondig gewijzigd. Dankzij de heroriëntering van de bankactiviteiten naar hun thuismarkt(en) en hun kernactiviteiten, namelijk het aantrekken van fondsen bij het publiek om daar kredieten aan ondernemingen en huishoudens mee te verstrekken, konden de instellingen hun portefeuilles saneren en het kredietrisico verkleinen. In tegenstelling tot wat het geval is in heel wat banksectoren in vooral zuidelijk Europa, zijn de resultaten van de Belgische banken, gemiddeld beschouwd, slechts in beperkte mate getroffen door probleemkredieten. De vereenvoudiging van hun organisatiestructuur, de verlaging van hun bedrijfskosten, en ook de aanpassing van de interestmarges en de tarieven van bancaire producten aan het nieuw regelgevend kader – en aan de marktvoorwaarden – zijn aanvullende factoren die hebben bijgedragen aan het herstel van de rentabiliteit en de solvabiliteit van de banksector.
42. In 2016 had de rentedaling echter niet langer een rechtstreeks gunstig effect op de rentabiliteit van de banken, getuige de vermindering van hun nettorente-inkomen vanaf het eerste halfjaar. Terwijl de banken de rente op zichtrekeningen en spaarboekjes voor de huishoudens niet

verder kunnen verlagen, is, door de golf van herfinancieringen van hypothecaire leningen, de prijszetting van de activa tegen lagere rentetarieven versneld. In het licht van die uitdagingen gaan de banken door met hun herstructurering en verkennen ze ook andere pistes om hun rentabiliteit te vrijwaren.

43. Om te beginnen, trachten de banken hun inkomstenbronnen meer te diversifiëren; ze geven daarbij meer bepaald de voorkeur aan inkomsten uit de verkoop van beleggingsfondsen. De talrijke periodes van onrust die de markten in 2016 doormaakten, hebben de risicoappetijt van huishoudens en ondernemingen echter enigszins beperkt, terwijl de concurrentie op dat specifieke marktsegment verscherpt is. Tegen die achtergrond hebben de financiële instellingen hun doelstellingen ter zake niet volledig kunnen bereiken. Deze strategie past in het kader van de geleidelijke oprichting van de kapitaalmarktunie, die tot doel heeft alternatieve financieringsbronnen voor de economie te ontwikkelen ter aanvulling van de bankfinanciering. De afgelopen jaren is de sector van de beleggingsfondsen er in België sterk op vooruitgegaan, parallel met de ontwikkelingen die werden opgetekend in de EU, wat er eveneens op wijst dat de beleggers op zoek zijn naar rendement. De gunstige effecten van dit soort van activiteiten mogen de eventuele risico's ervan echter niet verhullen. Men moet er zich dus van vergewissen dat de potentiële risico's adequaat worden beheerd, risico's die meer bepaald verbonden zijn aan eventuele opvragingen van klanten tijdens periodes van sterke volatiliteit op de financiële markten. De huidige renteomgeving zet de beheerders van die fondsen er tevens toe aan meer risico's te nemen teneinde hun rendementsdoelstellingen te halen. De wereldwijd steeds hechtere correlatie tussen de beleggingsstrategieën van die fondsen kan systeemrisico's doen ontstaan, zeker omdat het huidig regelgevend kader van die activiteiten geen prudentiële dimensie heeft. De Bank volgt die ontwikkelingen van zeer nabij, en zal haar analyse in 2017 in de vorm van een gedetailleerd verslag voorleggen aan de minister van Financiën.
44. Naast de diversifiëring van de inkomstenbronnen, zouden de kredietinstellingen kunnen overwegen meer risico's te nemen. Op dit ogenblik gaat het niet om een algemeen verschijnsel. De banken herinneren zich wellicht de lessen uit het verleden; bovendien is het regelgevend kader dwingender geworden. Sommige ontwikkelingen verdienen echter bijzondere aandacht. Vooral de Belgische huizenmarkt vraagt verhoogde waakzaamheid. In tegenstelling tot andere Europese landen, heeft de Belgische markt tot dusver geen vastgoedcrisis doorgemaakt. Volgens de Bank is een nauwlettende follow-up echter onontbeerlijk. Zo analyseert de Bank reeds verscheidene jaren de ontwikkelingen op die markt alsook de kwaliteit van de portefeuilles van de financiële instellingen. Ondanks, enerzijds, de tenuitvoerlegging van een eerste macroprudentiële maatregel die eind 2013 een verhoging oplegde, met 5 procentpunt, van de risicowegingscoëfficiënten die worden toegepast op de Belgische hypotheekleningen en, anderzijds, talrijke aanbevelingen ter zake door de Bank, zijn de kredietvoorwaarden in 2016 opnieuw licht versoepeld. Die ontwikkelingen gaan bovendien gepaard met een gestage groei van het hypothecair krediet, waardoor de schuldenlast van de huishoudens verzwaaert. Die schuldenlast stijgt voor het eerst uit boven het niveau in het eurogebied. De Bank heeft derhalve besloten om in de loop van 2017 een nieuwe macroprudentiële maatregel in te voeren, die als aanvulling op de vorige gericht zal zijn op de risicovolle leningen. Die nieuwe maatregel voldoet tevens aan de aanbeveling van de ESRB die de Belgische autoriteiten oproept supplementaire actie te ondernemen om de hardnekkige kwetsbaarheden op de huizenmarkt aan te pakken. Van fundamenteel belang is dat de banken toereikende commerciële marges aanrekenen die de gezamenlijke kosten afdekken waaraan de instellingen zijn blootgesteld, inclusief de in de overeenkomsten opgenomen opties en de kostprijs verbonden aan de regelgevende hervormingen. Nu moet dus worden vermeden – vooral gelet op de lagerenteomgeving – dat de concurrerende omgeving of de druk op de rentabiliteit zich zou vertalen in een verdere verslechtering van de voorwaarden voor het verlenen van hypothecaire kredieten. Zoals diverse recente buitenlandse vastgoedcrisisen hebben aangetoond, leiden dergelijke ontwikkelingen, ingeval

de situatie op de vastgoedmarkt omslaat, doorgaans tot zwaar kredietverlies met mogelijk zeer schadelijke gevolgen zowel voor de economische bedrijvigheid als voor de sociale cohesie. Er zij aangestipt dat mocht de bovenvermelde maatregel niet het gewenste resultaat opleveren of mochten de banken hun gedrag in 2017 niet aanpassen, de Bank zich verplicht zou zien de minister van Financiën dwingendere maatregelen voor te stellen.

45. Naast de potentiële onevenwichtigheden op de huizenmarkt, dienen er zich kennelijk nog andere risico's aan. Zo zijn de waarderingen op de beursmarkten en de lage risicopremies verbonden aan sommige obligaties de eerste tekenen die nauwgezet moeten worden geanalyseerd om na te gaan of de sector over een voor zijn risicoprofiel toereikend kapitaal- en liquiditeitsniveau beschikt. In het kader van het beheer van hun activa en passiva kunnen de kredietinstellingen er, door de toenemende druk op de intermediatiemarge, overigens toe worden gebracht de verschillen qua looptijden tussen de tegoeden en de verplichtingen te vergroten. Vandaar het belang van een aangepast renterisicobeheer, in het bijzonder in het licht van een scenario van plotse rentestijging. Terwijl banken dat risico doorgaans indekken via renteswaps, moet worden gevolgd of aldus, via interconnectedness of concentratie, geen nieuwe risico's ontstaan bij de tegenpartijen van die swaps.
46. Deze uitdagingen en de risico's die de financiële sector loopt, doen zich voor op een ogenblik dat de digitale revolutie in een hoog tempo versnelt en cruciaal wordt in de wijze waarop de financiële instellingen en, meer algemeen, de maatschappij functioneren. De banken hebben de digitalisering weliswaar reeds enkele jaren geleden ingevoerd, met name in hun klantenrelaties, terwijl een aantal verzekeringsondernemingen ter zake blijkbaar een zekere achterstand hebben opgelopen. Door de druk op de rentabiliteit, de verscherpte concurrentie en de steeds snellere wijzigingen in de functionerings- en levenswijze van de klanten zijn de instellingen vandaag de dag evenwel verplicht een denkoefening te houden over de organisatie van hun activiteiten en hun distributiekanaal. De klanten verlangen continue dienstverlening alsook vlottere toegang tot de financiële diensten en een eenvoudiger gebruik van deze laatste. Sommige instellingen evolueren bijvoorbeeld naar een 'omnichannel'-strategie, gebaseerd op het permanent karakter van de klantenrelatie, ongeacht het aangewende kanaal, de plaats of het moment van gebruik. De nieuwe technologieën bieden enorme kansen voor de financiële sector, die beschikt over uitgebreide gegevensbanken en specifieke informaticasystemen om in te haken op de nieuwe ontwikkelingen en om voor de cliënteel nieuwe diensten te creëren. De instellingen dienen evenwel het geheel van hun activiteiten en transacties te herzien, meer bepaald hun 'front en back office'-activiteiten. Dit laatste is duidelijk een delicate aangelegenheid aangezien de financiële instellingen steunen op complexe computerinfrastructuren met een relatief oude basis die niet langer aangepast is aan de huidige vereisten. Succes is enkel verzekerd voor de instellingen die in staat zullen blijken een proactieve digitale agenda te volgen en hun organisatie en IT-infrastructuur op een flexibele wijze aan te passen.
47. Deze ontwikkelingen gaan niettemin met zware uitdagingen gepaard, waarop de financiële sector vrij snel zal moeten reageren. Om te beginnen, zullen instellingen zich moeten wapenen tegen toekomstige cyberaanvallen. De financiële instellingen moeten er derhalve voor zorgen dat hun systemen voldoende veilig en veerkrachtig zijn om het vertrouwen van hun klanten te vrijwaren. Zo niet zouden er grote reputatie- en, uiteindelijk, financiële risico's kunnen uit voortvloeien. Tegen die achtergrond moeten er actie- en noodplannen worden uitgewerkt teneinde die instellingen de mogelijkheid te bieden om, bij een aanval, snel in te grijpen. Voor zover de incidenten vaak aan menselijke fouten te wijten zijn, is er overigens hoge nood aan een gezonde governance met, onder meer, een IT-risicocultuur op alle niveaus. Ook de toezichhouders dienen er zich van hun kant van te vergewissen dat het regelgevend kader voldoende holistisch en soepel is in het licht van de constante technologische ontwikkelingen ter zake. Er moet ook worden nagedacht over de begeleiding van de nieuwe actoren. In die context lijkt het onontbeerlijk dat snel een regelgevend kader wordt gecreëerd dat de

invoering beoogt van een passend prudentieel statuut voor de FinTech-bedrijven die activiteiten uitoefenen of diensten leveren vergelijkbaar met die van gecontroleerde instellingen. Het risico van regelgevingsarbitrage of oneerlijke concurrentie maakt internationale samenwerking ter zake onmisbaar. De ontwikkeling en integratie van al die nieuwe technologieën doet tevens essentiële, meer algemene vragen rijzen: hoe kan worden vermeden dat die technologieën, die op zeer complexe modellen berusten, aanleiding geven tot een groter modelrisico en tot een sterkere verwevenheid tussen alle systemen binnen de financiële sector? Hoe zich ervan vergewissen dat de automatisering als gevolg van die nieuwe technologie niet zal leiden tot een verlies aan controle over het risicobeheer? Wil de financiële stabiliteit gewaarborgd worden, dan zullen al die vragen de komende jaren adequate antwoorden en passende acties vergen. Het is derhalve belangrijk dat de autoriteiten en de instellingen de nodige aandacht besteden aan, en extra middelen inzetten voor, de beheersing van deze nieuwe soorten risico's.

48. Hoewel deze ontwikkelingen in de lijn van de geschiedenis liggen, kunnen ze de samenleving in eerste instantie met een gevoel van onzekerheid opzadelen, onder meer gelet op de gevolgen voor de werkgelegenheid in de financiële sector. De digitalisering versnelt immers de reflectie over de wijze waarop de financiële instellingen functioneren en over hun economisch model. Ze wijzigt onvermijdelijk de inhoud van het werk en de manier waarop het beroep in de sector wordt uitgeoefend. Het profiel van de nieuwe werknemers zal dus veranderen. Sommige profielen zullen jammer genoeg verdwijnen voor zover nieuwe technologieën zullen leiden tot de automatisering van diverse functies, terwijl de relatie met de klant de rol van de agentschappen fundamenteel wijzigt. Er zullen echter ook nieuwe profielen ontstaan, bijvoorbeeld functies gespecialiseerd in cyberveiligheid, of nog, in het ontwikkelen en gebruiken van 'big data'. Vandaag maakt de financiële sector dus een overgangsfase door. De aanpassing zal voor een deel kunnen worden opgevangen door de huidige leeftijdspiramide in de financiële sector. Ook al lijkt de – in België reeds bij het begin van de jaren 2000 begonnen – inkrimping van de werkgelegenheid in de 'klassieke' financiële sector onvermijdelijk, het is van cruciaal belang dat de financiële instellingen de operationele risico's verbonden aan herstructureringen goed beheren, gelet op met name de technologische ontwikkelingen en de regelgevende vereisten. Afgezien van de operationele risico's, moet de sector de werknemers tijdens de omschakeling adequaat begeleiden.
49. De in de sector aan de gang zijnde herstructureringen hebben aanleiding gegeven tot tal van debatten over de gepastheid van de – soms ambitieuze – interne doelstellingen van de financiële instellingen inzake het rendement van het eigen vermogen ten opzichte van de door de markt gestelde eisen (de zogeheten kapitaalkosten of 'cost of capital'). Zowel de financiële als de regelgevende omgeving is duidelijk van dien aard dat het rendement op eigen vermogen neerwaarts georiënteerd is. De vóór de crisis opgetekende rentabiliteitsniveaus zijn niet langer haalbaar noch wenselijk. Ze berustten op overdreven hefboomeffecten en buitensporige risiconame. De sector beschikt vandaag over meer kapitaal en liquiditeit, wat hem gezonder en veerkrachtiger maakt. Ook al moet ervoor worden gewaakt dat het rendement op het eigen vermogen structureel negatief zou afwijken van de kapitaalkosten teneinde de toegang tot de kapitaalmarkt betaalbaar te houden, zaak is vooral dat de hoge rendementsdoelstellingen niet wijzen op een buitensporig risicogedrag, dat in de plaats zou komen van de onontbeerlijke en meer fundamentele strategische denkoefening over het bedrijfsmodel.
50. Het is in die geest dat de autoriteiten zich bewust zijn geworden van de begeleidende functie die ze bij de transformatie van de sector moeten vervullen. Naar aanleiding van het begin 2016 gepubliceerde verslag van de expertengroep, heeft de minister van Financiën een permanente werkgroep opgericht die bestaat uit actoren van de financiële sector en van de prudentiële autoriteiten. Die groep moet in de eerste plaats, op basis van de aanbevelingen van de experts, concrete voorstellen formuleren om de veerkracht en de concurrentiepositie van de Belgische financiële sector te verstevigen. Er zijn drie hoofdlijnen. Na de golf van hervormingen inzake regelgeving, bestemd om de sector financieel robuuster te maken, heeft de groep om te beginnen

geoordeeld dat de hervormingen inzake deugdelijk bestuur moeten worden voortgezet. Zowel de financiële crisis als de recente incidenten in de sector tonen aan hoe onontbeerlijk een – door alle actoren uit de sector ondersteund – gezond en adequaat bestuur is voor de financiële stabiliteit. Ten tweede en vanwege de omvang en reikwijdte van de digitale revolutie heeft de expertengroep concrete voorstellen gedaan die België ter zake aantrekkelijker moeten maken. Ze stellen de oprichting voor van, enerzijds, een platform om de ontwikkeling van startende innoverende financiële ondernemingen te promoten en, anderzijds, een National Cyber Security Centre. Samen met de FSMA zal de Bank voor deze FinTech-bedrijven ook een contactpunt inrichten dat hen in het reglementair en toezichtskader op passende wijze moet begeleiden. De wens van sommige ondernemingen om, als gevolg van de Brexit, hun centrum van besluitvorming binnen de EU te verplaatsen, zou overigens kunnen bijdragen aan de snellere ontwikkeling van een financieel ecosysteem in België. Dat vergt echter een proactieve aanpak door alle betrokken autoriteiten. En, ten slotte, is er de financiering van de economie. Zo worden een aanpassing van de belasting op inkomsten uit spaargelden voorgesteld alsook maatregelen ter ondersteuning van de financiering van de infrastructuurprojecten. Het opzetten van een expertisecentrum voor die financiering, of nog, gerichte maatregelen om verzekeringsondernemingen of pensioenfondsen in staat te stellen aan die ontwikkeling deel te nemen, zouden zeker factoren kunnen zijn om het aanzienlijk tekort dat België inzake overheidsinvesteringen reeds vele jaren laat optekenen, geleidelijk weg te werken.

4. De Belgische economie op weg naar meer groei

51. Het verloop van de economische bedrijvigheid in België werd in hoge mate bepaald door dezelfde factoren als die welke ook in het eurogebied de groeidynamiek hebben afgeremd, namelijk de forse vertraging van de wereldhandel die de uitvoer drukte, de geopolitieke onzekerheden en de golven van volatiliteit op de financiële markten. De met de monetairbeleidsaccommodatie gepaard gaande gunstige financiële voorwaarden van hun kant vormden enig tegenwicht. Daarnaast werd de groei op de proef gesteld door de gevolgen van de terroristische aanslagen in het najaar van 2015 in Parijs en van 22 maart 2016 in België zelf. In die periode liep het aantal buitenlandse toeristen sterk terug en ook de consumptie van de ingezetenen leed onder het toegenomen onveiligheidsgevoel. Een golf van negatief bedrijfseconomisch nieuws tastte in het najaar het consumentenvertrouwen aan, hoewel dat zich vervolgens snel herstelde. In dit klimaat van grote onzekerheid bleek de groei al met al veerkrachtig te zijn. Hij bedroeg 1,2 %, of 0,3 procentpunt minder dan in 2015. Vooral aan het begin van het jaar viel de economische expansie vrij zwak uit.
52. Met uitzondering van de weerslag van schokken van buitenaf, dragen de economische ontwikkelingen in België steeds meer het stempel van de sinds 2011 aangevatte hervormingen. Deze laatste beogen de impact van de crisis te beperken, de structurele zwakheden van de Belgische economie aan te pakken en haar aldus voor te bereiden op de uitdagingen van de toekomst. Die uitdagingen zijn niet gering. In een door mondialisering en technologische vooruitgang snel veranderende economische omgeving moeten immers de gevolgen worden opgevangen van de vergrijzing van de bevolking en dient de overgang te worden gemaakt naar meer ecologische duurzaamheid. Door die uitdagingen aan te gaan, worden de fundamenten gelegd voor de levensstandaard en de sociale cohesie van morgen. De afgelopen jaren is sterk ingezet op arbeidsmarkthervormingen, loopbaanverlenging, herstel van concurrentievermogen, verlaging van de lasten op arbeid en zijn ook begrotingstrajecten uitgezet die erop gericht zijn de duurzaamheid van de overheidsfinanciën veilig te stellen. Die inspanningen zijn de laatste twee jaar nog opgevoerd door de tijdelijke opschorting van de indexerings-, de taxshift- en de pensioenhervorming. Het hervormingsbeleid begint in sommige domeinen reeds vrucht af te werpen, meer bepaald inzake het wegwerken van de loonhandicap, het creëren van werkgelegenheid en het langer aan de slag blijven van de werknemers. Andere ontwikkelingen zoals de relatief hoge Belgische inflatie vereisen

evenwel waakzaamheid en de gezondmaking van de overheidsfinanciën blijft achter bij de doelstellingen. Voor de toekomst moet alles in het werk worden gesteld om de herwonnen concurrentiekracht te consolideren. Voorts moet ten behoeve van de potentiële groei het economisch weefsel productiever, dynamischer en inclusiever worden gemaakt. En ten slotte moet vooruitgang worden geboekt met de begrotingsconsolidatie. Ook al zorgt de pensioenhervorming op langere termijn voor een aanzienlijke vermindering van de aan de vergrijzing verbonden budgettaire kosten, ze volstaat niet om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te garanderen.

Herstel van het concurrentievermogen en sterke banencreatie

53. Het herstel van het concurrentievermogen was een belangrijke doelstelling van de federale regering. Daartoe voerde deze laatste een loonmatigingsbeleid en verminderde ze de socialezekerheidsbijdragen van de werkgevers. In 2016 zijn de uurloonkosten in de private sector dan ook licht gedaald nadat ze het jaar voordien reeds stabiel waren gebleven. Ten grondslag daaraan ligt vooral de uit de taxshift voortvloeiende verlaging van de werkgeversbijdragen. De in april 2015 gestarte tijdelijke opschorting van het indexeringsmechanisme bereikte, gelet op het inflatieverloop in België, in 2016 het beoogde effect van 2 % op het viermaandelijks gemiddelde van de gezondheidsindex; ze werd derhalve beëindigd. Toch bleef ze een belangrijke factor van loonmatiging. De sociale partners beschikten daarentegen voor het eerst sinds de loonblokkering van de afgelopen jaren over een marge voor reële conventionele loonstijgingen. Die marge was bij wet vastgelegd op 0,5 % van de brutoloon inclusief alle lasten en een extra 0,3 % van de loonsom in nettoterminen.
54. Volgens de berekeningen van de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven werd de loonkloof die sedert 1996 was ontstaan ten opzichte van het gemiddelde van de drie voornaamste buurlanden, in 2016 volledig gedicht. Die kloof was in 2008 opgelopen tot 4,8 %. Ook de sedert 1996 geaccumuleerde loonkloof per eenheid product versmalde aanzienlijk tot 4,6 % in 2015, tegen nog 9,3 % in 2013. Dat de loonkloof per eenheid product nog enigszins positief is, terwijl de uurloonkostenkloof volledig is weggewerkt, wijst erop dat de productiviteit in België minder sterk is gestegen dan in de drie voornaamste buurlanden. Dat geldt vooral voor de dienstensector.
55. De matiging van het loonkostenverloop en het herstel van de concurrentiekracht hebben de met de conjunctuuropleving gepaard gaande banencreatie versterkt. Het aantal loontrekkenden nam in 2016 immers met 45 000 eenheden toe en de totale werkgelegenheid – de zelfstandigen meegerekend – steeg met 59 000 eenheden. Dat waren er niet alleen 17 000 méér dan in 2015, het ging ook in toenemende mate om nieuwe banen in conjunctuurgevoelige bedrijfstakken of in de sector van de marktdiensten. In het verleden was de economische groei minder werkgelegenheidsintensief en was de jobcreatie bovendien sterk geconcentreerd bij de overheid of in overheidsgesubsidieerde bedrijfstakken. Het waren vooral de grotere bedrijven die werkgelegenheid creëerden; ze maken immers nog steeds het leeuwendeel van de werkgelegenheid in de bedrijvensector uit. Het herstel van de concurrentiekracht ten opzichte van de drie voornaamste buurlanden droeg eveneens bij aan de vrij sterke groei van de uitvoer, al speelde ook de depreciatie van de euro een belangrijke rol. In 2016 werd opnieuw marktaandeelwinst geboekt, zodat de weerslag van de vertraagde wereldhandel enigszins werd getemperd. Naast het herstel van de vraagvooruitzichten en de bijzonder gunstige financieringsvoorwaarden, was de verbeterde rentabiliteit van de bedrijven bovendien een stuwende kracht achter de bedrijfsinvesteringen, die in 2016 een fundamenteel opwaartse tendens vertoonden.
56. De werkgelegenheidscreatie was op haar beurt de belangrijkste motor van de groei van het beschikbaar inkomen van de particulieren. Dat inkomen werd tevens ondersteund door de koopkrachtverhogende maatregelen van de taxshift die, teneinde het arbeidsaanbod te

verruimen, een verkleining van de wig tussen het bruto- en het netto-inkomen beogen. De versnelling van de inflatie, die deels toe te schrijven is aan de voor de financiering van de taxshift bestemde verhoging van de indirecte belastingen, remde van haar kant de verhoging van de koopkracht af. Omdat de spaarquote in een – mede door de terreurdreiging veroorzaakt – klimaat van grote onzekerheid steeg, bleef de groei van de particuliere consumptie beperkt tot 0,7 %, of 0,4 procentpunt minder dan in 2015.

57. De banencreatie overtrof de groei van de beroepsbevolking, zodat de werkloosheid met 26 000 eenheden terugliep. Voor het eerst sinds 2000 daalde ook de werkloosheid van de 50-plussers. Dit wijst erop dat de opeenvolgende hervormingen die bedoeld waren om oudere werklozen beschikbaar te houden voor de arbeidsmarkt, effect beginnen te sorteren. Bovendien is de werkgelegenheidsgraad voor de leeftijdscategorie van 55 jaar en ouder blijven toenemen. Toch blijft de werkloosheid onaanvaardbaar hoog aangezien in 2016 nog gemiddeld 553 000 werkzoekenden werden geteld. De werkloosheidsgraad beliep aldus 8 %.

De herwonnen concurrentiekracht consolideren

58. In een kleine open economie zoals de Belgische is het behoud van de concurrentiekracht van cruciaal belang. De afgelopen jaren is bovendien gebleken dat het wegwerken van een loonkostenhandicap een moeizaam en langdurig proces kan zijn in een omgeving waarin de indexering een ondergrens vormt voor het loonverloop. Het is dan ook zaak te vermijden dat ten opzichte van de drie voornaamste buurlanden nieuwe divergenties in de loonontwikkeling tot stand komen en dat er wordt voor gezorgd dat de loonvorming maximaal bijdraagt aan de werkgelegenheidscreatie. Daarom heeft de federale regering een wetsontwerp uitgewerkt dat de wet van 26 juli 1996 tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen beoogt te wijzigen. Volgens dat ontwerp mag bij de berekening van de beschikbare marge voor reële loonstijgingen geen rekening worden gehouden met de loonsubsidies, noch met de lastenverlagingen van de taxshift die groter uitvallen dan die van het competitiviteitspact. Zo kan de door de lastenverlagingen gecreëerde ruimte maximaal ten goede komen aan de werkgelegenheid. Voorts moet een veiligheidsmarge van ten minste 0,5 procentpunt per onderhandelingsperiode in acht worden genomen. Die marge vormt een buffer tegen mogelijke onverwachte ontwikkelingen zoals een trager verloop van de loonkosten in de buurlanden of een snellere indexering in België. Door uitdrukkelijk te voorzien in een correctieterm moet er bovendien meer automatisme komen in het wegwerken van een eventuele handicap ten opzichte van 1996. De toepassing van de indexeringsmechanismen blijft te allen tijde gewaarborgd. Mocht de loonhandicap echter zo groot worden dat hij niet langer binnen één onderhandelingsronde kan worden weggewerkt, dan zal de regering, na advies van de sociale partners, maatregelen kunnen nemen. Bij de berekening van de marge voor reële loonsverhoging tijdens de periode 2017-2018 heeft de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven zich op die principes gebaseerd. In januari 2017 sloten de sociale partners een daarmee overeenstemmend ontwerp van interprofessioneel akkoord af. Ze kwamen overeen dat de maximale marge voor reële loonsverhogingen bovenop de indexering voor 2017 en 2018 samen 1,1 % belooft. Hopelijk kan dat nieuwe raamwerk bijdragen aan een vooruitziend loonvormingsproces, zodat pijnlijke correcties achteraf kunnen worden vermeden.
59. Hoe belangrijk een adequate loonvorming ook is om de concurrentiekracht te vrijwaren, ze is niet voldoende. Ook de prijszetting en het verloop van de andere inkomens spelen een belangrijke rol. Het is in dat verband treffend dat, ondanks de loonkostenmatiging, de inflatie versnelde van 0,6 tot 1,8 %. Dat kwam deels door de verhoging van de indirecte belastingen die onder de taxshift vallen, alsook door de prijsverhogingen die het gevolg waren van de inspanningen die de diverse overheden in het kader van de begrotingsconsolidatie leverden.

Samen waren ze goed voor een inflatieverhogend effect van zowat 1 procentpunt. Daarnaast is de diensteninflatie de afgelopen vijf jaar telkens in de buurt van 2 % uitgekomen en is ze nauwelijks of niet gevoelig gebleken voor schommelingen in de economische omgeving; ze weerspiegelt evenmin de loonmatiging. Sinds 2008 bevindt ze zich bovendien systematisch boven de diensteninflatie in de drie voornaamste buurlanden. Dat kan het resultaat zijn van de ondermaatse productiviteitsgroei in de dienstensector, maar het kan ook wijzen op een onvoldoende concurrerende prijszetting die leidt tot margeverbreiding op het ogenblik dat de kosten dalen. Prijsindexering – in België relatief vaak voorkomend – is daar een voorbeeld van. Dat die prijsstijgingen zich voordoen in van concurrentie afgeschermden sectoren, neemt niet weg dat ze schadelijk kunnen zijn voor het concurrentievermogen. De geleverde diensten zijn niet enkel een intermediaire input voor de andere bedrijfstakken, het prijsverloop ervan heeft ook een impact op de loonvorming. De levendige diensteninflatie is een van de factoren die er hebben voor gezorgd dat de tijdelijke opschorting van de indexering vroeger werd beëindigd dan wat aanvankelijk was voorzien. Medio 2016 heeft de minister van Economie dan ook een werkgroep opgericht die de oorzaken van de hoge diensteninflatie in België dient te achterhalen; die groep moet in 2017 verslag uitbrengen. Zeker nu de aardolieprijs weer aan het stijgen is, moeten ook de energiekosten goed worden gemonitord. Voldoende mededinging op de productenmarkten kan, niet alleen door de impact ervan op de productiviteit, maar ook via prijsverlagingen, het kostenconcurrentievermogen positief beïnvloeden. Concurrerende prijszetting bevordert bovendien de transmissie van een adequatere loonvorming naar de verkoopprijzen, zodat het effect op de groei en de werkgelegenheid groter is. Loonvorming en prijszetting hebben derhalve niet enkel ieder op zich een rol te spelen in het vrijwaren van de concurrentiekracht, ze zijn bovendien sterk complementair.

Het groeipotentieel verhogen: naar een meer productieve, dynamische en inclusieve economie

60. Het vrijwaren van het concurrentievermogen zal een belangrijke bijdrage leveren aan het intact houden van het groeipotentieel van de Belgische economie. Omdat dit potentieel sinds de crisis gedaald is tot om en nabij 1 %, moeten evenwel ook andere hefboomen worden aangewend. Dat is absoluut noodzakelijk in het licht van de vergrijzing van de bevolking, die weegt op het aandeel van de bevolking op arbeidsleeftijd in de totale bevolking en derhalve druk zet op het inkomen per capita. Om tegenwicht te bieden, is in de eerste plaats een sterkere productiviteitsgroei nodig. Daarbij is niet enkel méér innovatie van belang, maar ook een betere verspreiding ervan en een vlotte allocatie van arbeid en kapitaal. De dynamiek waarbij de meest efficiënte bedrijven het overnemen van de minder efficiënte is op macro-economische schaal immers een belangrijke bron van productiviteitswinst, zeker in een door mondialisering en technologische verandering gekenmerkte omgeving. Iedereen voldoende uitrusten met de noodzakelijke vaardigheden om met goed gevolg deel te nemen aan dat proces van permanente mutatie, is dan ook van primordiaal belang. Een toereikend arbeidsaanbod en meer inclusie zullen er het gevolg van zijn. Ook de loopbaanverlenging en de succesvolle implementatie ervan moeten de druk van de vergrijzing op het verloop van het inkomen per capita mee opvangen. Het ondersteunen van dat inkomen via een hogere potentiële groei zal op zijn beurt aan de overheidsfinanciën ten goede komen en, waar nodig, de overheid beter in staat stellen herverdelend op te treden.
61. In het vlak van innovatie, zijn de investeringen in R&D in België sterk geconcentreerd in een aantal bedrijfstakken en is de bijdrage van de overheid aan de lage kant. Dergelijke investeringen moeten niet enkel worden opgevoerd, het is ook van belang dat ons land aantrekkelijk blijft voor buitenlandse investeringen omdat die vaak krachtige verspreiders zijn van technische en organisatorische innovaties. Ook via het proces van middelenreallocatie kan de productiviteitsgroei in België worden gestimuleerd. Vanwege de grote productiviteitsverschillen tussen bedrijven – overigens geen typisch Belgisch verschijnsel – bestaat er een aanzienlijk inhaalpotentieel. In

België is echter zowel de creatie van nieuwe bedrijven als het verdwijnen van bestaande bedrijven laag in vergelijking met andere Europese landen en de middelenreallocatie is er de afgelopen jaren in mindere mate bron van productiviteitswinst gebleken. De lage ondernemerszin is ter zake een hinderende factor. Toch is recentelijk een kentering ten goede vastgesteld. De creatie van nieuwe bedrijven is immers in opmars en de stap naar zelfstandige arbeid wordt vaker gezet. Een vlot reallocatieproces zou baat hebben bij het uit de weg ruimen van onnodige administratieve, juridische en fiscale hinderpalen, een efficiënt en transparant regelgevend kader en een vlot werkende overheidsadministratie. De potentiële groei en de productiviteit zijn bovendien gebaat bij een efficiënte infrastructuur. Mobiliteit en energiebevoorrading zijn twee cruciale domeinen met de hoogste noden. Het zijn ook bij uitstek domeinen waar economische efficiëntie en ecologische duurzaamheid met elkaar in overeenstemming moeten worden gebracht. Behalve weloverwogen investeringen in infrastructuur, zijn ook prikkels vereist om de vraag naar mobiliteit en energie te reduceren en de vraag vervolgens te kanaliseren naar de minst vervuilende opties.

62. Ofschoon sedert het begin van deze eeuw 550 000 arbeidsplaatsen zijn gecreëerd, is de werkgelegenheidsgraad amper gestegen. Tijdens die periode is de bevolking op arbeidsleeftijd immers nog gegroeid. Zo oefende in 2016 67,4% van de 20-64-jarigen een bezoldigde beroepsactiviteit uit; in 2000 was dat 65,8%. Enkel de vrouwen en de 55-64-jarigen zagen hun werkgelegenheidsgraad duidelijk stijgen. Die verbeteringen zijn in de eerste plaats het resultaat van het optrekken van de wettelijke pensioenleeftijd voor vrouwen en van de hervormingen van de eindeloopbaanregelingen, met name van de bepalingen inzake vervroegde uittreding uit de arbeidsmarkt. Sommigen, meer bepaald de laagstgeschoolden, de jongeren en ook inwoners afkomstig uit niet-EU-landen, ondervinden meer moeilijkheden om een plaats te vinden op de arbeidsmarkt of om er zich te handhaven. Vooral de onderterwerkstelling van deze laatste groep is hardnekkig, hoewel het aantal laaggeschoolden en vroegtijdige schoolverlaters ten opzichte van 2000 is gedaald. Het aandeel van de werkloze jongeren die onderwijs noch opleiding volgen, moet nog verder naar beneden. De hervormingen van het onderwijs, gericht op onder meer het bevorderen van voorschoolse educatie voor sommige kwetsbare groepen, het versterken van de sociale en culturele gemengdheid gedurende de hele schooltijd, en het opwaarderen van het technisch en beroepsonderwijs, kunnen daaraan bijdragen. Samen met de uitbreiding van het systeem van leerlingwezen en alternerend leren in het algemeen, zouden die hervormingen er moeten voor zorgen dat alle jongeren beter worden voorbereid op de arbeidsmarkt en op het bedrijfsleven.
63. In een voortdurend veranderende wereld, waarin elkeen er tijdens zijn loopbaan zou kunnen toe worden geroepen van baan te veranderen en digitalisering de jobinhoud drastisch wijzigt, moeten de overheid en de sociale partners de overgang naar een nieuw paradigma voor de arbeidsmarkt bewerkstelligen, waarbij men zal evolueren van jobzekerheid naar werkzekerheid. Daartoe moet worden gesteund op een beleid van empowerment dat iedereen in staat stelt met de snelle veranderingen om te gaan. Zodoende kan polarisering op de arbeidsmarkt worden voorkomen. Voorts moeten de vraag naar en het aanbod van arbeid beter op elkaar worden afgestemd dankzij meer bepaald degelijke informatieverstrekking over de vacante betrekkingen en over de vaardigheden van de werkzoekenden, alsook door de begeleiding van deze laatsten. Een adequate samenwerking tussen de diverse diensten voor arbeidsbemiddeling is zeer belangrijk in het kader van de zesde staatshervorming, die ter zake de beleidshefbomen goeddeels heeft overgeheveld naar de gewesten. De wijzigingen die de laatste jaren zijn aangebracht in het stelsel van de werkloosheidsverzekering gaan in de richting van een toegenomen responsabilisering van de werkzoekenden. Behalve dat aldus activering wordt gestimuleerd, moeten ook de gevaren van bestaansonzekerheid voor de meest kwetsbaren worden beperkt. In een context van loopbaanverlenging is het van cruciaal belang dat 50-plussers aan het werk worden gehouden en ook dat werklozen uit die leeftijdscategorie in hogere mate worden heringeschakeld op de arbeidsmarkt. Er dient absoluut te worden geïnvesteerd in permanente opleiding. Door op de arbeidsmarkt

talent in al zijn diversiteit maximaal in te zetten, zal de potentiële groei niet enkel worden gestimuleerd, hij zal ook inclusiever worden.

Na de verslechtering in 2016, de houdbaarheid van de overheidsfinanciën veiligstellen

64. Ondanks de noodzaak om vooruitgang te boeken in de gezondmaking van de Belgische overheidsfinanciën, is de toestand ervan in 2016 verslechterd. Het begrotingstekort liep op van 2,5% bbp in 2015 tot 2,8% en ook het structurele tekort nam enigszins toe. De overheidsfinanciën hadden nochtans baat bij de verdere daling van de rentelasten. De primaire uitgaven bleven zogoed als stabiel in verhouding tot het bbp, waardoor de dalende tendens van de afgelopen jaren tot stilstand kwam. De voortgezette beheersing van de uitgaven werd immers doorkruist door een aantal tijdelijke factoren en door de uitzonderlijke inspanningen die werden geleverd inzake terrorismebestrijding en opvang van asielzoekers. Deze laatste twee waren samen goed voor 0,2% bbp. De ontvangsten van hun kant daalden als gevolg van de lastenverlagingen op arbeid, die slechts gedeeltelijk werden gecompenseerd door een verhoging van andere belastingen, en omdat ze bovendien achterbleven bij het verloop van de belastbare grondslag. Die ontwikkelingen aan de ontvangstenzijde vragen een nauwgezette monitoring. Het primair saldo werd daardoor opnieuw negatief. De schuldgraad liep op tot 106,6% bbp.
65. Om een gezonde begrotingssituatie te bewerkstelligen en te handhaven, is het cruciaal dat de middellangetermijndoelstelling wordt gehaald. De regering heeft beslist dat die doelstelling overeenstemt met het bereiken van een structureel evenwicht. Enkel op die manier wordt de overheidsschuld voldoende snel teruggedrongen en ontstaan er buffers en de nodige beleidsruimte voor toekomstige uitdagingen, onder meer om de vergrijzingskosten op te vangen en de leefbaarheid van de sociale bescherming op lange termijn te waarborgen. De daartoe nog te leveren inspanning bedraagt iets meer dan 2% bbp. Het is dan ook van belang het begrotingstekort resoluut terug te dringen en het in het kader van het Stabiliteits- en groeipact vereiste aanpassingstraject naar de middellangetermijndoelstelling rigoureus te volgen. Zorg dragen voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën is de verantwoordelijkheid van alle geledingen van de overheid in België. Een goede coördinatie van het begrotingsbeleid is noodzakelijk en daarom is het van belang dat de federale regering en de regeringen van de gemeenschappen en gewesten een akkoord sluiten met bindende begrotingsdoelstellingen, zoals bepaald in het samenwerkingsakkoord van 13 december 2013. Het uitwerken van een ambitieus en tegelijkertijd realistisch en geloofwaardig traject zal een belangrijke bron van onzekerheid wegnemen.
66. De gezondmaking van de overheidsfinanciën moet in de eerste plaats berusten op een intens streven naar meer efficiëntie in de overheidsuitgaven. Deze laatste zijn immers nog steeds hoog, niet alleen in vergelijking met de toestand vóór de crisis, maar ook in vergelijking met de meeste geavanceerde economieën, zonder dat daar steeds een betere dienstverlening tegenover staat. Het overheidsop treden kwaliteitsvoller en efficiënter maken, is dan ook een belangrijke opdracht die permanente inspanningen vereist in het vlak van kostenbeheersing en inzake een verbetering van de dienstverlening. Bij het maken van keuzen kan men zich laten leiden door de effectieve bijdrage die de verschillende soorten van uitgaven leveren tot het bevorderen van het groeipotentieel, het duurzaam ontwikkelen van de economie en de samenleving, en het bewerkstelligen van meer maatschappelijke inclusie. Het prioriteren van cruciale domeinen mag evenwel niet impliceren dat efficiëntie en kostenbeheersing er geen aandachtspunten zouden zijn.
67. Door de taxshift zijn reeds maatregelen ten uitvoer gelegd die de lasten op arbeid – die in België tot de zwaarste van Europa behoren – moeten verlagen. Die lastenverlichting is absoluut nodig. Het komt erop aan ze te blijven bewerkstelligen in omstandigheden die terzelfder tijd de

noodzakelijke verkleining van het tekort garanderen. Naast de reeds vermelde beheersing van de uitgaven dient aan het terugdringen van het begrotingstekort ook te worden bijgedragen door in voldoende financiering te voorzien en door de ontvangsten correct te innen. Ook wat hervormingen in andere domeinen betreft, bijvoorbeeld de vennootschapsbelasting of het belastingstelsel voor investeringen of beleggingen, moeten de legitieme doelstellingen van vereenvoudiging via een gepaste tariefstructuur, aanmoediging van groeibevorderende investeringen en het bewerkstelligen van meer onderlinge neutraliteit tussen de diverse vormen ervan in overeenstemming worden gebracht met de vereiste gezondmaking van de overheidsfinanciën.

5. Conclusie

68. Gelet op het aarzelende karakter van het economisch herstel in het eurogebied, het nog steeds grote vraagtekort en de te lage inflatie werd de monetairbeleidsaccommodatie in het eurogebied in 2016 verder opgevoerd. Zo ontstond een uitgesproken lagerenteomgeving die terzelfder tijd de economische malaise weerspiegelt én het herstel kracht moet bijzetten. Dat herstel kan voorts worden bespoedigd door groeibevorderende structurele hervormingen ten uitvoer te leggen en door de gezondmaking van de bancaire sector in het eurogebied te voltooien. Het moet bovendien gepaard gaan met een vertrouwenwekkend begrotingsbeleid. Terwijl de monetaire stimulus uit macro-economisch oogpunt onmisbaar is en via het ondersteunen van de nominale groei positieve spillovereffecten sorteert op de financiële stabiliteit, houdt de lagerenteomgeving voor de financiële sector ook risico's in. Dat is in België niet anders. Zo zagen de banken hun intermediatiemarge in 2016 negatief beïnvloed door de aanhoudend lagerenteomgeving nadat ze gedurende een aantal jaren de vruchten hadden geplukt van de rentedaling. Een dergelijke omgeving stelt de banken de komende jaren voor aanzienlijke uitdagingen, vooral omdat ze gepaard gaat met een toenemende digitalisering van het financieel bedrijf en met een verscherping van de concurrentie, ook vanwege niet-klassieke financiële spelers die financiële diensten aanbieden (de zogenaemde FinTech-spelers). De banksector moet die uitdagingen ombuigen tot kansen om de bedrijfsmodellen aan te passen, ook aan de nieuwe regelgevende omgeving die gericht is op een kostenefficiënte, maar veilige en gezonde bedrijfsvoering. In de verzekeringssector, waar het levensverzekeringsbedrijf zo mogelijk nog zwaarder wordt geraakt door de persistente lagerenteomgeving, werd de trend naar heroriëntering van het bedrijfsmodel reeds in 2016 door een aantal spelers op gang gebracht. Het ware wenselijk dat alle spelers op de markt van de levensverzekeringen de lagerenteomgeving in hun bedrijfsmodel integreren.
69. 2016 was ook het jaar waarin de onzekerheid over de beleidsopties voor de toekomst wereldwijd sterk toenam. Voor een kleine open economie zoals de Belgische, die bovendien in het hart van de muntunie opereert, impliceren zowel een eventuele protectionistische wending in de mondiale economie als de moeilijkheden waarvoor het Europees project zich vandaag geplaatst ziet, een niet te onderschatten risico. De Belgische beleidsmakers hebben, behalve via hun deelname aan het internationaal beslissingsproces, echter weinig vat op die ontwikkelingen. In een omgeving die wordt gekenmerkt door een toename van de onzekerheid van buitenaf, is het dan ook van het grootste belang dat voor het economisch beleid in België een duidelijke en vertrouwenwekkende weg wordt uitgetekend die oplossingen moet bieden voor de uitdagingen van de toekomst.
70. De afgelopen jaren is werk gemaakt van arbeidsmarkthervormingen, lastenverlaging op arbeid, verbetering van het concurrentievermogen en beheersing van de overheidsuitgaven. Die inspanningen beginnen reeds vrucht af te werpen, niet het minst inzake werkgelegenheidscreatie. In het licht van de vergrijzing zijn evenwel verdere hervormingen nodig om, via een verhoging van de potentiële groei en de gezondmaking van de overheidsfinanciën, de fundamentele te leggen zowel voor een hoge levensstandaard als voor de vrijwaring van het Belgisch sociaal model. Een

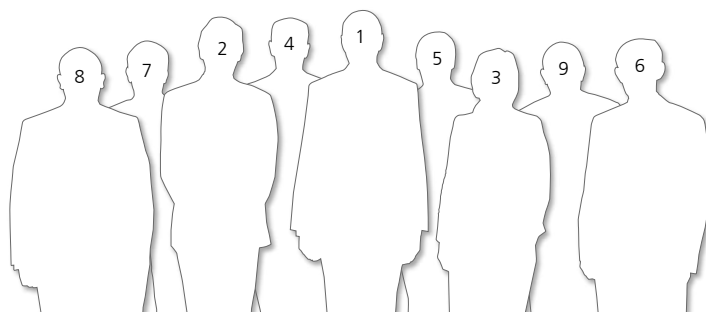
en ander vereist een coherente aanpak in verschillende beleidsdomeinen. Via een gepaste loonvorming én een concurrerender prijszetting moet de herwonnen concurrentiekracht worden geconsolideerd. De productiviteitsgroei dient te worden gestimuleerd door het bevorderen van research, innovatie en ondernemerszin, door het bewerkstelligen van een investeringsvriendelijk klimaat en door het creëren van de voorwaarden voor een vlotte reallocatie van middelen van minder productieve naar meer productieve bedrijven. Door de loopbaanverlenging gestalte te geven en door de ondertewerkstelling van bepaalde groepen – vooral jongeren, laaggeschoolden en inwoners afkomstig uit niet-EU-landen – met alle mogelijke middelen te bestrijden, kan de druk van de vergrijzing op het arbeidsaanbod worden tegengewerkt. Iedereen in voldoende mate wapenen om, in een door mondialisering en technologische verandering snel veranderend ecosysteem, een plaats te verwerven op de arbeidsmarkt én die te behouden, levert niet alleen economische baten op, het zal ook leiden tot meer maatschappelijke inclusie. Een hogere potentiële groei zal tevens de gezondmaking van de overheidsfinanciën vergemakkelijken. Die gezondmaking moet in de eerste plaats gesteund zijn op een weloverwogen beheersing van de uitgaven en op het nastreven van efficiëntiewinsten, terwijl het geheel van hervormingen aan de ontvangstenzijde begrotingsneutraal hoort te zijn. Zo moet een geloofwaardig aanpassingstraject worden uitgestippeld naar de middellangetermijndoelstelling van een structureel evenwicht. Dat traject moet bovendien in overeenstemming zijn met de voorschriften van het Stabiliteits- en groeipact. Door alle beleidshefbomen aan te wenden en die hefbomen elkaar te laten versterken, wordt een symbiose mogelijk tussen meer groei en meer sociale cohesie en zal onzekerheid de plaats moeten ruimen voor een stabiel en vertrouwenwekkend perspectief.

Brussel, 25 januari 2017

Directiecomité



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



Regentenraad



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

