

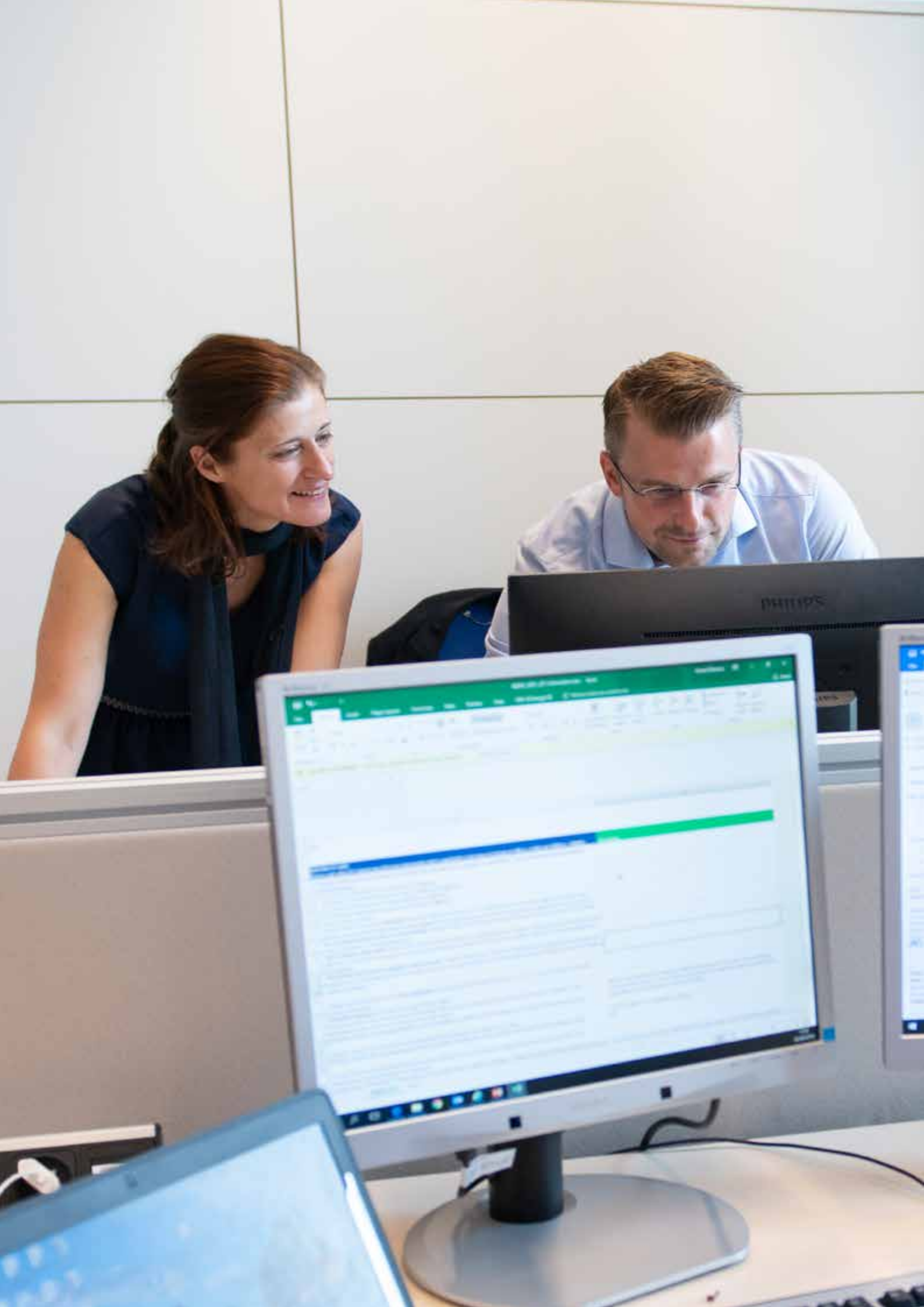
VERSLAG 2018

Preamble



© Nationale Bank van België

Alle rechten voorbehouden.
De gehele of gedeeltelijke vermenigvuldiging van deze publicatie
voor educatieve en niet-commerciële doeleinden is toegestaan met
bronvermelding.



Inhoud

Verslag voorgesteld door de gouverneur namens de Regentenraad	9
I. Economische en financiële ontwikkelingen	35
1. Wereldeconomie en eurogebied	37
1.1 Heterogene ontwikkelingen in de verschillende economische zones als gevolg van toegenomen risico's en onzekerheden	39
<i>KADER 1 – De brexit en de gevolgen ervan voor de Belgische bedrijven</i>	40
<i>KADER 2 – Het nieuwe Amerikaanse protectionisme en de economische impact ervan</i>	49
1.2 In het eurogebied verzwakte de bedrijvigheid, maar namen de werkgelegenheidscreatie en de inflatie verder toe	54
<i>KADER 3 – De rol van de Bank in het monetair beleid van het Eurosysteem</i>	67
2. Economische ontwikkelingen in België	73
2.1 Gematigde economische groei tegen de achtergrond van een aanzienlijke banencreatie	75
2.2 Gematigde versnelling van de lonen en bescheiden stijging van de inflatie	85
2.3 Verzwakking van de particuliere consumptie en de lopende rekening in evenwicht	94
3. Spaarmiddelen en financiering van de Belgische economie	109
3.1 De niet-financiële ondernemingen verkiezen schuldfinanciering boven aandelenkapitaal	111
3.2 De hypothecaire schuld van de particulieren bleef verder verzwaren	116
<i>KADER 4 – De grondprijs in het verloop van de woningprijzen en van het onroerend vermogen van de particulieren</i>	117
3.3 De Belgische banken blijven het goed doen, maar er zijn risico's	128
<i>KADER 5 – De blootstelling van Belgische banken aan risico's ten gevolge van hun buitenlandse posities</i>	134
3.4 Een positieve balans voor de verzekeringssector in 2018	141
<i>KADER 6 – Hernieuwde belangstelling voor de levensverzekeringen verbonden aan beleggingsfondsen (tak 23)</i>	143
4. Overheidsfinanciën	149
4.1 België blijft nog een eind verwijderd van een structureel begrotingsevenwicht	151

4.2 De overheidsontvangsten stegen als gevolg van de toename van de inkomsten uit de vennootschapsbelasting	157
<i>KADER 7 – De belastingstructuur in België: zijn er mogelijkheden voor een groeivriendelijke verschuiving?</i>	159
4.3 De neerwaartse tendens van de uitgaven is onderbroken	165
4.4 De overheidsschuld liep slechts traag terug, en ze blijft hoog	172
5. Voor een dynamische en inclusieve economie	175
5.1 Inspelen op de uitdagingen van een wereld in verandering	177
5.2 De productiviteitsgroei nieuw leven inblazen en verbreden	178
5.3 De vernieuwing van het economisch weefsel moet worden gestimuleerd	186
5.4 De hardnekkige mismatches tussen arbeidsaanbod en arbeidsvraag verminderen	191
5.5 Economische groei verzoenen met milieuverplichtingen	200
<i>KADER 8 – Het Nationaal pact voor strategische investeringen</i>	206
5.6 Het algemene welzijn van de bevolking verhogen	210
<i>KADER 9 – Verloop van de aanvullende indicatoren naast het bbp</i>	212
II. Prudentiële regelgeving en prudentieel toezicht	217
A. Uitvoering van de FSAP-aanbevelingen	219
<i>KADER 10 – FSAP-analyse van het eurogebied</i>	220
B. Macroprudentieel beleid	223
1. Residentiële en commerciële vastgoedmarkt	224
2. Contracyclische kapitaalbuffer	226
3. Klimaatverandering en overgang naar een koolstofarme economie	227
C. Afwikkeling	231
1. Wet- en regelgevend kader	231
2. Afwikkelbaarheid van kredietinstellingen en beursvennootschappen	232
3. Ontwikkeling van crisisbeheersingscapaciteit en operationalisering van de afwikkelingsinstrumenten	235
4. Vaststelling van mechanismen voor de financiering van de afwikkeling	235
D. Banken en beursvennootschappen	237
1. Cartografie van de sector, toezichtsprioriteiten en operationele aspecten	237
1.1 Bankenpopulatie en classificatie van de Belgische banken volgens de SSM-criteria	237
<i>KADER 11 – De rol van de Nationale Bank van België in het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme</i>	239
1.2 De <i>deliverables</i> (eindproducten) van het microprudentieel toezicht	242
<i>KADER 12 – Horizontale analyses van de banksector</i>	246
2. Aspecten die verband houden met het prudentieel beleid	251
2.1 Maatregelen van het SSM en de EU inzake problemleningen	251
2.2 SREP-methodologie en -resultaten	252
<i>KADER 13 – EBA- en NBB-stresstests van 2018</i>	255
3. Regelgevende aspecten	257
3.1. Internationale regelgeving	257
<i>KADER 14 – Hervorming van de Europese regelgeving (Risk reduction package)</i>	260
<i>KADER 15 – Impact van de na de crisis doorgevoerde Basel III-hervormingen</i>	262
3.2. Rapportering, boekhouding en governance	264

E. Verzekeringsondernemingen	265
1. Cartografie van de sector en toezichtsprioriteiten	265
1.1 Verzekeringsondernemingen	265
1.2 Verzekeringsgroepen	266
1.3 Toezichtsprioriteiten en operationele aspecten	267
<i>KADER 16 – Knipperlichtvoorziening</i>	271
2. Wettelijk kader van het prudentieel beleid	272
2.1 Herziening van het Solvabiliteit II-wettelijk kader	272
2.2 De boekhoudstandaard IFRS 17	274
2.3 Modernisering van het regelgevingskader inzake governance	274
2.4 International Capital Standard	275
2.5 Stresstests	275
2.6 Ontwikkelingen op het gebied van rapportering	276
F. Financiëlemarktinfrastructuren	279
1. Cartografie van de sector	279
2. Prioriteiten inzake <i>oversight</i> en toezicht	281
G. Sectoroverschrijdende aspecten van prudentiële regelgeving en toezicht	287
1. Voorkoming van witwassen van geld en financiering van terrorisme	287
1.1 Ontwikkelingen in en tenuitvoerlegging van het Europese rechtskader en nieuwe projecten voor de toekomst	288
1.2 Toepassing van de antiwitwaswet van 18 september 2017	290
2. Kwaliteitswaarborging (Quality assurance)	293
3. FinTech	293
3.1 Enquête bij de kredietinstellingen	294
3.2 Enquête bij de betalingsinstellingen, de instellingen voor elektronisch geld en de financiëlemarktinfrastructuren	295
3.3 Enquête bij de verzekeringsondernemingen	295
4. Open Banking	296
5. Cyber- en IT-risico's	298
5.1 Verdere toename van cyber- en IT-gerelateerde dreigingen	298
<i>KADER 17 – Enkele voorbeelden van cyberincidenten en -dreigingen die zich in 2018 hebben voorgedaan</i>	299
5.2 Richtsnoeren inzake cyberweerbaarheid	301
5.3 Operationele activiteiten	301
5.4 E-bankingfraude	302
6. Ontwikkelingen op het gebied van governance en opdracht van de revisoren tot medewerking aan het prudentieel toezicht	303
7. Brexit	306

Bijlagen	309
Statistische bijlage	311
Methodologische toelichting	327
Conventionele tekens	329
Afkortingen	331



Verslag voorgesteld door de gouverneur namens de Regentenraad*

In dit namens de Regentenraad uitgebrachte verslag bespreekt de gouverneur de voornaamste economische en financiële ontwikkelingen van 2018, alsook de beleidsuitdagingen die erdoor aan het licht kwamen. In het eerste hoofdstuk wordt de normalisatie van het monetair beleid in het eurogebied toegelicht. Die ging in 2018 van start tegen de achtergrond van toenemende onzekerheden in de wereldeconomie. In het tweede hoofdstuk wordt de toestand van de Europese en Belgische financiële sector besproken en wordt aangegeven hoe regelgeving en prudentieel beleid die sector robuust kunnen houden. In die beide hoofdstukken wordt derhalve stilgestaan bij de voornaamste opdrachten van de Nationale Bank van België. Sommige ervan voert ze uit als een loyaal partner in de context van de Economische en Monetaire Unie (EMU), bijvoorbeeld het monetair beleid en het banktoezicht, terwijl andere volledig of hoofdzakelijk een nationale bevoegdheid zijn gebleven. In het derde hoofdstuk wordt nader ingegaan op de economische ontwikkelingen in België, op de knelpunten die het verder nastreven van een zowel snellere als meer inclusieve groei in de weg kunnen staan, alsook op de gezondmaking van de overheidsfinanciën. Het vierde hoofdstuk, ten slotte, bevat de conclusies. De daaropvolgende delen van het verslag van de Nationale Bank van België reiken voor elk van deze domeinen meer omstandige informatie en analyse aan.

1. Het monetair beleid in het eurogebied normaliseren, terwijl de onzekerheden in de wereldeconomie toenemen

Krachtlijnen van de normalisatie van het monetair beleid

1. Tien jaar na het uitbreken van de crisis heeft de Raad van Bestuur van de ECB het startsein gegeven om het monetair beleid in het eurogebied te normaliseren. Op zijn vergadering van 13 december besloot de Raad om in 2019 niet langer activa bij te kopen. Zodoende wordt de in 2015 opgestarte kwantitatieve versoepeling niet meer versterkt. Die beslissing vertolkte het vertrouwen van de Raad van Bestuur in een duurzame convergentie van de inflatie in de richting van de doelstelling inzake prijsstabiliteit. Dat vertrouwen was ingegeven door de verwachting dat het economisch herstel van het eurogebied en de daarmee gepaard gaande opbouw van prijsdruk zich zullen voortzetten, zelfs na het beëindigen van de netto-aankopen.

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

2. Toch zal de balans van het Eurosysteem qua omvang nog op peil blijven omdat de aflossingen van op vervaldag gekomen effecten geherinvesteerd worden. Dat zal de neerwaartse impact van het aankoopprogramma op de lange rente bestendigen. De Raad van Bestuur wil dat herinvesteringsbeleid voortzetten tot geruime tijd nadat zal zijn begonnen met het optrekken van de beleidsrentes. Deze laatste zullen op hun beurt gedurende ten minste de hele zomer van 2019 op hun huidig niveau blijven, en in ieder geval zolang als nodig blijkt om de inflatie duurzaam te laten convergeren naar een niveau onder, maar dicht bij 2 % op middellange termijn. Het vrijwaren van de prijsstabiliteit blijft voor het monetair beleid immers het kompas waarmee het de economie van het eurogebied door de crisis loodst.
3. Dit raamwerk legt niet alleen een volgorde vast voor de diverse stappen van de normalisatie: eerst het beëindigen van de netto-aankopen, vervolgens het beginnen te verhogen van de beleidsrente en ten slotte het stopzetten van het herinvesteringsbeleid. Het geeft tevens aan dat de normalisatie een zeer geleidelijk proces wordt waarvan het tempo niet van tevoren vastligt. De aanwijzingen over het rentepad en het daarop geënte herinvesteringsbeleid bevestigen immers dat er een aanzienlijke stimulans nodig blijft ter ondersteuning van de verdere opbouw van prijsdruk. Bovendien zal het tempo van de normalisatie afhangen van de kracht waarmee de op gang gekomen reflatie zich voltrekt. Die kracht is op haar beurt sterk afhankelijk van het verdere verloop van de economische groei in het eurogebied. Zodoende voorziet het normalisatieraamwerk ook in een buffer tegen de onzekerheden en risico's die zich in 2018 voor de groei hebben aangediend.

De normalisatie wordt een zeer geleidelijk proces waarvan het tempo niet van tevoren vastligt

Groei en inflatie in het eurogebied

4. Ten opzichte van 2015, het jaar waarin de aankopen van activa werden opgestart, is niet alleen het deflatiegevaar geweken, ook de groei in het eurogebied is sindsdien continu boven zijn potentieel uitgekomen en het afglijden van de inflatieverwachtingen is gekeerd, stuk voor stuk doelstellingen die met het beleid van kwantitatieve versoepeling werden beoogd. De inflatie zelf is in 2018 opgelopen tot 1,8 %. Die versnelling weerspiegelt weliswaar vooral het verloop van de prijs voor ruwe aardolie, dat tot oktober overwegend opwaarts gericht was. De prijs van Brent-olie bereikte toen met ongeveer \$ 85 per vat zijn hoogste niveau in vier jaar, mede omdat werd gevreesd dat het aanbod te lijden zou krijgen onder de toenemende geopolitieke spanningen. Tegen het einde van het jaar ebde die vrees weg en liep de olieprijs ook terug als gevolg van de bezorgdheid over een wereldwijde groeivertraging. De inflatie vertraagde aldus tot 1,6 % in december.
5. Worden de meer volatiele prijscomponenten buiten beschouwing gelaten, dan bedroeg de onderliggende inflatie in het eurogebied in 2018 nog steeds amper 1 %. De werkloosheidsgraad nam echter verder af tot 7,9 % aan het einde van het jaar. Sinds het herstel in het eurogebied van start is gegaan, zijn er ruim 9 miljoen banen bijgekomen. Dat schraagt de overtuiging dat er zich prijsdruk van binnenlandse oorsprong aan het opbouwen is. Er zijn steeds meer aanwijzingen van een krappe arbeidsmarkt, vooral in de landen waar het herstel het verst gevorderd blijkt. Het stijgingstempo van de loonkosten is in 2018 dan ook verder versneld. Dat proces kan nog aan kracht winnen naarmate de ondertewerkstelling verder afneemt en ook de lage inflatie uit het verleden de loonvorming niet langer afremt. Het blijven aanhouden van een sterke monetaire stimulans, ook nu de netto-aankopen van activa zijn beëindigd, zal daartoe bijdragen.

De prijsdruk van binnenlandse oorsprong is zich aan het opbouwen

6. Het economisch herstel mag zich in 2018 in het eurogebied weliswaar hebben voortgezet, het heeft vaart moeten minderen. De groei is vertraagd van 2,4 % in 2017 tot 1,9 %. Die vertraging weerspiegelt tot op zekere hoogte een aantal tijdelijke factoren, met name een forse, maar naar verwachting kortstondige krimp in de Duitse auto-industrie. Fundamenteeler is echter dat de uitvoer, na een uitzonderlijk sterk 2017, beduidend zwakker is gegroeid. Als gevolg van de minder dynamische wereldhandel taanden ook de afzetmarkten voor de Europese exporteurs. De internationale handel verloor stoom, ook al bleef de wereldeconomie met 3,7 % bijna even sterk groeien als in 2017. De directe impact, op de wereldhandel, van de oplopende protectionistische spanningen bleef in 2018 wellicht nog beperkt. Het effect ervan kan via de nauwe mondiale verwevenheid van de productieketens evenwel verder reiken dan de oorspronkelijk getroffen producten of landen. Bovendien hebben bedrijven wereldwijd hun investeringsplannen mogelijk reeds enigszins teruggeschoefd in het licht van de toegenomen onzekerheid, terwijl investeringsgoederen precies zeer handelsintensief zijn.
7. Ook al liet de uitvoer van het eurogebied een aanzienlijke vertraging optekenen, de binnenlandse vraag bleef er tot het derde kwartaal van 2018 – het laatste kwartaal waarvoor bij de opmaak van dit verslag gegevens beschikbaar waren – robuust. Ze trok vrijwel even sterk aan als in 2017, en ze werd door zowel de investeringen als de particuliere consumptie ondersteund. Deze laatste bestaat overwegend uit diensten met een hoge werkgelegenheidsintensiteit. Daarom groeide de werkgelegenheid in het eurogebied met 1,4 %. Die binnenlandse dynamiek van het eurogebied werd in 2018 slechts weinig aangetast door de verslechterde externe omgeving of door de in de loop van het jaar toegenomen onzekerheid. Op de financiële markten is de volatiliteit in het vierde kwartaal dan weer sterk toegenomen. De daling van de beurskoersen weerspiegelde de vrees voor een groeivertraging, waardoor de winstverwachtingen gedrukt en de risicopremies omhooggeduwd worden. Een en ander kan voor een aanscherping van de financieringsvoorwaarden zorgen, ook al bleven die – mede door de blijvend krachtige stimulans van het monetair beleid – in 2018 in het eurogebied gunstig.

Tal van potentieel elkaar versterkende onzekerheden nopen tot voorzichtigheid

8. De onzekerheid vindt haar oorsprong in de eerste plaats in het begrotings- en handelsbeleid in de Verenigde Staten. Van alle geavanceerde economieën is de Amerikaanse de enige waar de groei in 2018 aantrok tot bijna 3 %, dankzij een omvangrijk budgettair stimuleringspakket. Omdat de werkloosheid er inmiddels tot minder dan 4 % was gedaald, ontstond evenwel de vrees dat de Federal Reserve vroeg of laat zal moeten afstappen van haar tot dusver gevoerd beleid van geleidelijke renteverhogingen om te voorkomen dat de economie oververhit raakt. Dat was in 2018 echter geenszins het geval, aangezien de inflatie in de buurt van de 2 %-doelstelling bleef. De Federal Reserve kon haar beleidsrente dan ook op voorspelbare wijze blijven optrekken in vier stappen van telkens 25 basispunten tot een vork van 2,25-2,5 %. De Federal Reserve deelde ook mee dat de rente daardoor niet ver verwijderd meer was van haar neutraal niveau. Niettemin zorgde de vrees voor versnelde renteverhogingen in februari 2018 voor een forse stijging van de lange rente in de Verenigde Staten en een appreciatie van de dollar. Bovendien liep het begrotingstekort in de Verenigde Staten op tot 4,7 % bbp en dikte de overheidsschuld er aan tot 106 % bbp, zonder dat er een duidelijk plan inzake houdbaarheid op tafel ligt.

De onzekerheid vindt haar oorsprong in de eerste plaats in het begrotings- en handelsbeleid in de Verenigde Staten

9. De begrotingsstimulans leidt er ook tot méér invoer en tot een verslechtering van de lopende rekening. Laat nu precies dat tekort een van de belangrijke drijfveren zijn voor het beleid van de invoerheffingen. Veeleer dan de lopende rekening te zien als de resultante van sparen en investeren in de economie, wint in de Verenigde Staten een mercantilistische visie veld. Die visie beklemtoont overmatig de bilaterale tekorten in het handelsverkeer. Daarbij komen China en het eurogebied – Duitsland in het bijzonder – in het vizier. Zo verhoogden de Verenigde Staten in 2018 de invoertarieven op een reeks producten, goed voor ongeveer \$ 300 miljard invoer. Het leeuwendeel daarvan betrof invoer uit China, dat oneerlijke handelspraktijken en inbreuken op intellectuele eigendomsrechten wordt verweten en steeds meer gezien wordt als een rivaal die de positie van de Verenigde Staten als wereldmacht kan bedreigen. Op hun beurt verhoogden de handelspartners – vooral China – hun tarieven op een pakket producten dat goed was voor ruim \$ 130 miljard invoer. Bovendien dreigen de Verenigde Staten met supplementaire invoerheffingen op de import van wagens en op het gedeelte van de invoer uit China dat voorlopig buiten schot is gebleven. De tariefverhogingen zouden daardoor hun draagwijdte zien verdrievoudigen, wat uiteraard tot nieuwe tegenmaatregelen vanwege de getroffen landen kan leiden.
10. Volgens simulaties van de OESO en het IMF zou de bedrijvigheid in de Verenigde Staten en China tegen 2020-2021 0,2 tot 0,3 % bbp lager uitkomen als gevolg van de reeds goedgekeurde tariefverhogingen – waarvan de perimeter vooralsnog beperkt blijft tot zowat 3 % van de wereldhandel. Die raming houdt geen rekening met effecten op het vertrouwen, terwijl een verdere escalatie van het handelsconflict de groei uiteraard nog sterker zou afremmen. De tariefverhogingen hebben doorgaans ook een negatieve impact op derde landen, zij het in mindere mate. De rechtstreekse blootstelling van België blijft voorlopig echter vrij beperkt, maar dat zou sterk veranderen in geval van additionele heffingen op de invoer van wagens in de Verenigde Staten. Tal van Belgische bedrijven leveren immers onderdelen die bestemd zijn voor de autoassemblage. De hele Europese Unie is overigens kwetsbaar voor dat soort van heffingen. De tendens tot minder openheid zal het niet alleen moeilijker maken om buitenlandse afzetmarkten aan te boren. Ze noopt ook tot een reorganisatie van de productieprocessen en ze tast het vertrouwen aan. Bovendien brengt ze op langere termijn ook de productiviteitsontwikkeling schade toe. Openheid, zowel inzake handel als inzake directe investeringen, is immers een krachtige vector voor innovatie en voor de ruime verspreiding ervan.
11. Terwijl de groei in China slechts licht vertraagd is van 6,9 tot 6,6 %, vertoont het land tal van kwetsbaarheden. De handelsoorlog met de Verenigde Staten is er slechts één van. Daarnaast blijft het een heikele uitdaging om de economische bedrijvigheid minder sterk afhankelijk te maken van investeringen en uitvoer, en ze veeleer te laten steunen op de binnenlandse consumptie. Het tot stand brengen van die rotatie houdt immers het risico in van een forse groeivertraging, terwijl de beleidsruimte om de groei te ondersteunen kleiner wordt. Bovendien torsen de overheidsbedrijven een zware schuldenlast en liep de allocatie van middelen bij de opeenvolgende ronden van economische stimulering af en toe fout. Ook is er bij de schaduwbanken veel risico opgestapeld, terwijl een aanzienlijk gedeelte van het particulier vermogen daarin is geïnvesteerd. Die kwetsbaarheden hebben in 2018 reeds geleid tot een depreciatie van de renminbi.
12. Ook andere opkomende economieën zijn kwetsbaar mochten de handelsconflicten verder escaleren. Bovendien hadden sommige als gevolg van de rentestijgingen in de Verenigde Staten te maken met kapitaaluitstroom en met een aanscherping van de financiële voorwaarden. De appreciatie van de Amerikaanse dollar verzwaarde ook de aflossing van in die valuta aangegane kredieten. Het effect daarvan was bijzonder scherp in met name

Argentinië en Turkije, maar het bleef binnen de perken voor de landen met gezonde fundamentals en een geloofwaardig beleidskader.

De onzekerheid over de brexit en de onrust op de markt voor overheidsobligaties in het eurogebied zijn risico's dichterbij huis

13. Na een langdurig onderhandelingsproces bereikten de Britse regering en de Europese Commissie (EC) een scheidingsovereenkomst. Die werd op 25 november door de Europese Raad bekrachtigd. Het Britse parlement heeft de overeenkomst op 15 januari 2019 evenwel verworpen. Daardoor is het risico van een no-deal brexit aanzienlijk vergroot. Zelfs indien de overeenkomst alsnog wordt goedgekeurd, moet er achteraf nog heel wat worden geregeld. Vanaf april 2019 zou dan immers een overgangperiode van start gaan die duurt tot december 2020 en die eventueel met maximaal twee jaar kan worden verlengd. Die periode werd nodig geacht om het eens te worden over de toekomstige relaties tussen het Verenigd Koninkrijk en de EU. De eerste oriëntaties ter zake zijn vastgelegd in de politieke verklaring die de scheidingsovereenkomst aanvulde, maar het blijft onduidelijk welke kant het precies zal opgaan. Die onzekerheid heeft de bedrijfsinvesteringen in het Verenigd Koninkrijk reeds gedrukt. De uiteindelijke economische impact van de brexit zal afhangen van het type handelsrelatie dat tussen het Verenigd Koninkrijk en de EU van kracht zal worden. Bij het minst open model kan hij op lange termijn voor België oplopen tot 1 % bbp. Een no-deal brexit zal bovendien supplementaire gevolgen hebben op korte termijn.

Het risico op een no-deal brexit is aanzienlijk vergroot

14. Daarnaast is er in 2018 onrust ontstaan op de markt voor Italiaans overheidspapier. Terwijl de lange risicovrije rente in het eurogebied, als gevolg van het gevoerd monetair beleid, afgeschermd bleef van de opwaartse tendens op de Amerikaanse obligatiemarkt, werd de spread op Italiaans overheidspapier vanaf mei aanzienlijk groter. De markten maakten zich zorgen over de begrotingsexpansie die de nieuwe regering bij haar aantreden aankondigde, vermits de Italiaanse overheidsschuld reeds rond de 130 % bbp schommelt. Die vrees werd bewaarheid toen in de herfst een ontwerpbegroting werd ingediend met daarin een impuls die door de EC op 1,2 % bbp werd becijferd. Volgens deze laatste was die ontwerpbegroting strijdig met de voorschriften van het Stabiliteits- en groeipact. De EC zette in november dan ook de eerste stap in de richting van het heropstarten van een procedure bij buitensporige tekorten. De reden daarvoor was dat onvoldoende vooruitgang wordt geboekt met het verminderen van de overheidsschuld. Dat bracht de Italiaanse regering er uiteindelijk toe haar begroting enigszins bij te sturen. Volgens de EC lopen ook Portugal, Slovenië, Spanje, Frankrijk en België het risico in 2019 de voorschriften van het Stabiliteits- en groeipact niet volledig te respecteren. Aan het einde van het jaar kondigde Frankrijk een reeks maatregelen aan ter ondersteuning van de koopkracht. Die zullen het tekort in 2019 wellicht hoger doen uitkomen dan in de ontwerpbegroting.

Anders dan tijdens de overheidsschuldencrisis van 2012, bleven besmettingseffecten naar andere landen van het eurogebied uit

15. De ontwikkelingen in Italië plaatsten de vicieuze spiraal tussen de overheidsschuld en de – nog steeds – overwegend nationale banksystemen opnieuw op de voorgrond. Ook nu correleren de verzekeringspremies tegen wanbetaling voor de Italiaanse banken sterk met die van de Italiaanse overheid. De door de banken aangehouden portefeuilles overheidspapier dikte in 2018, na een zekere daling tijdens de twee voorgaande jaren, opnieuw aan. Terwijl de kosten voor door de banken uitgegeven obligaties of aandelen sterk stegen, bleef de weerslag daarvan op de totale fundingkosten in 2018 beperkt. De Italiaanse banken beschikken immers over een aanzienlijke

depositobasis en genieten voorts goedkope financiering door het Eurosysteem in de vorm van de Targeted Long-Term Refinancing Operations. Niettemin bestaat het risico dat de rentes op bancaire krediet in Italië gaan stijgen, wat ongunstig zou zijn voor de reeds broze economie van dat land. Terwijl een en ander herinneringen oproept aan de overheidsschuldencrisis van 2012, bleven besmettingseffecten naar andere landen van het eurogebied dit keer uit. Noch de spreads op overheidspapier noch de kosten voor marktfinanciering door de banken ondervonden er nadeel van de ontwikkelingen in Italië. Als gevolg van de aanpassing van de begroting liep de Italiaanse spread aan het einde van het jaar ietwat terug.

Het monetair beleid kan een buffer vormen tegen de risico's, maar kan ze niet afwenden: ook andere beleidsdomeinen zijn aan zet

16. Worden de hogergenoemde risico's bewaarheid, dan kan het monetair beleid de weerslag ervan op het conjunctuurverloop in het eurogebied en derhalve ook op het inflatietraject helpen beperken. Dat het moment waarop de beleidsrente wordt opgetrokken, naar een later tijdstip kan worden verschoven, kan als een automatische stabilisator werken waarvan het effect nog wordt versterkt doordat de Raad van Bestuur er de duur van het herinvesteringsbeleid aan gekoppeld heeft. De risico's zelf kan het monetair beleid evenwel niet afwenden. Het is bijvoorbeeld niet in staat de nefaste gevolgen weg te werken die het opkomend protectionisme of de brexit voor het groeipotentieel heeft. Het kan evenmin een oplossing bieden voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in de landen van het eurogebied, noch een substituut zijn voor de uitdieping van de EMU. Daartoe zijn andere beleidsdomeinen aan zet.
17. Neem nu bijvoorbeeld de afkeer van mondialisering en de hang naar protectionisme, die nu reeds enkele jaren een trendbreuk met het verleden markeren. Daar liggen tal van factoren aan ten grondslag, waarvan sommige het louter economische domein overstijgen. Nationale democratieën ondervinden bijvoorbeeld moeilijkheden om sommige bevoegdheden naar het supranationaal niveau te tillen en om de multilaterale samenwerking te verstevigen. Bovendien worstelen grote groepen in de samenleving met een gevoel van verlies aan controle of identiteit. Uit economisch oogpunt speelt dan weer het feit dat de nettobaten van de mondialisering ongelijk verdeeld zijn. In menig geavanceerde economie is de inkomensongelijkheid de afgelopen jaren fors toegenomen en zagen brede lagen van de bevolking hun inkomen in reële termen nauwelijks stijgen. Die trend is weliswaar minder uitgesproken op het Europees continent, zeker in België. De sociale correctie van de markteconomie is er immers duidelijker dan in de Angelsaksische landen. De groeiende ongelijkheid is een van de factoren die de maatschappelijke consensus voor openheid in het handelsverkeer ondergraaft. Het tij keren veronderstelt derhalve ook dat de respectieve nationale economieën een beleidsmix voor een zowel snellere als meer inclusieve groei ten uitvoer leggen. Dat vereist niet enkel een adequaat sociaal vangnet maar ook, en vooral, een beleid dat iedere groeikans weet te benutten en dat van opleiding, training, arbeidsmarktbegeleiding en empowerment speerpunten maakt, zodat iedereen kan delen in de vruchten van de economische vooruitgang. Zodoende kan opnieuw meer steun worden gevonden voor een multilaterale aanpak. Een dergelijke aanpak is immers niet alleen nodig in het domein van de handel, maar evenzeer voor onder meer de financiële regelgeving, de correcte toewijzing van de belastbare basis van internationaal opererende bedrijven, de intellectuele eigendomsrechten, het indijken van de gevolgen van de klimaatopwarming, de migratiestromen of de cybersecurity en de bescherming van de privacy. Laat er geen twijfel over bestaan dat daar in een multipolaire wereld meer dan ooit behoefte aan is. Precies de ontwikkelingen tijdens het afgelopen jaar zijn daar het bewijs van.

18. In het eurogebied is het dan weer van belang dat het Stabiliteits- en groeipact en de procedure ter voorkoming van macro-economische onevenwichten de lidstaten er daadwerkelijk toe aanzetten een gepast beleid te voeren. Dat moet via structurele hervormingen het groeipotentieel bevorderen, de lidstaten weerbaarder maken en hen ertoe aanzetten budgettaire buffers op te bouwen, in de eerste plaats in de landen met een hoge overheidsschuld. Gelet op de ontwikkelingen in sommige landen van het eurogebied, is de volledige naleving van het Stabiliteits- en groeipact – één van de hoekstenen van de EMU – van cruciaal belang. Dat is nodig voor zowel de stabiliteit van de lidstaten als de cohesie van de monetaire unie. Door het aanleggen van begrotingsbuffers zullen toekomstige schokken immers vlotter kunnen worden opgevangen. Door de regels na te leven, kan bovendien het onderling vertrouwen groeien dat nodig is om verdere stappen te zetten op weg naar de uitdieping van de EMU. Ook in 2018 werd daar verder aan gewerkt. Zo gaf de Eurotop van december groen licht voor een hervorming van het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM), de operationalisering van de gemeenschappelijke backstop voor het resolutiefonds (Single Resolution Fund – SRF) en de uitwerking van een budgettair instrument om de convergentie en de concurrentiekracht in het eurogebied te versterken. Die vooruitgang bleef evenwel achter bij de aanvankelijk gekoesterde ambities, niet het minst inzake het vervolledigen van de bankenunie en de kapitaalmarktenunie. Vooruitgang in die domeinen blijft nochtans noodzakelijk om de EMU solider te maken.

De volledige naleving van het Stabiliteits- en groeipact – één van de hoekstenen van de EMU – is van cruciaal belang

2. Een robuuste Europese en Belgische financiële sector

Financiële stabiliteit is nooit definitief verworven, ze vergt integendeel een nauwgezette monitoring van de risico's en een verfijning van het regelgevend en toezichtskader

19. Financiële stabiliteit is, naast prijsstabiliteit, een noodzakelijke voorwaarde om duurzame economische groei en welvaart te verwerven en te consolideren. Een gebrek aan financiële stabiliteit – in het bijzonder in de banksector – verstoort niet alleen de cruciale financiële dienstverlening aan de economie, het ondergraaft ook het levensnoodzakelijk vertrouwen van producenten, consumenten of investeerders; in extreme gevallen kan het de economie zelfs naar een deflatoir pad leiden. In die context bleek het sterk accommoderend monetair beleid dat de ECB de laatste jaren heeft gevoerd, dan ook gepast. Het doorbraak niet alleen de neerwaartse spiraal waarin de macro-economische en financiële instabiliteit elkaar versterkten, het droeg ook bij tot het herstel van het bancaire kredietverleningskanaal en baande aldus de weg voor de economische opleving en een geleidelijke convergentie van de inflatie naar de doelstelling.
20. In de huidige economische situatie dreigen de beleidsdoelstellingen van prijs- en financiële stabiliteit echter niet langer perfect met elkaar te sporen. Monetaire beleidsstimulus via een lage beleidsrente blijft immers nodig om de prijsdruk te ondersteunen en het inflatieverloop en de inflatieverwachtingen te verankeren, conform de doelstelling van de ECB. Die aanhoudende lagerenteomgeving zet echter ook aan tot verdere schuldpbouw door huishoudens en bedrijven, tot meer risiconeming en tot een zoektocht naar rendement in de financiële sector, waar de rentabiliteit onder druk staat. Zodoende is ze mogelijk ook een voedingsbodem voor systeemrisico's. Hoewel deze laatste slechts geleidelijk toenemen, en dan

De geleidelijke opbouw van systeemrisico's noopt nationale en Europese toezichthouders tot een nauwgezette monitoring van de macrofinanciële ontwikkelingen

nog in een beperkt deel van de Europese financiële markten en eurolanden, mogen de lessen uit de financiële crisis niet worden vergeten en moet de doelstelling van financiële stabiliteit bovenaan de beleidsagenda blijven staan. De Europese en nationale prudentiële autoriteiten – zowel de micro- en macroprudentiële als die voor crisisbeheersing en -afwikkeling – spelen de sleutelrol in het waarborgen van de financiële stabiliteit. Dat geldt zeker in het kader van de Monetaire Unie, waar het gemeenschappelijk monetair beleid prioritair gericht is op prijsstabiliteit en bovendien minder geschikt is om problemen inzake financiële stabiliteit op gefragmenteerde markten of in specifieke landen aan te pakken.

21. Ofschoon het Europees regelgevend en toezichtskader waarin de toezichthouders opereren, grondig hertekend en versterkt is, blijft het op belangrijke punten onaf en is de effectiviteit ervan nog niet systeembreed getest. Een verdere verfijning en afwerking van dat kader blijft noodzakelijk om de herwonnen financiële stabiliteit te consolideren. Gebrekkige of onvolledige regulering kan immers leiden tot een onvoldoende indekking van de genomen risico's of tot een verplaatsing van de risico's naar minder strikt gereguleerde marktsegmenten, en door buitensporige hefboomeffecten op de balans of excessieve looptijd- of liquiditeitstransformatie de stabiliteit van de sector ondermijnen. Tegen die achtergrond is het van belang dat de resterende risicobeperkende maatregelen van het Bazel-III akkoord, onder meer het beperken van het gebruik van de interne risicomodellen van banken, tijdig en onverkort worden omgezet in Europese reglementering. In de Belgische context – gekenmerkt door de aanwezigheid van belangrijke dochters van internationale bankengroepen – blijft het behoud van toereikende kapitaal- en liquiditeitsbuffers voor alle in België actieve banken, zoals bepaald in de laatste herziening van de Europese bankreglementering, bovendien van essentieel belang om de veerkracht van de Belgische banksector in de huidige – onvoltooide – bankenunie te verzekeren.
22. Ten slotte vereist financiële stabiliteit – in een sector die staat of valt met het vertrouwen – een efficiënt kader voor crisisbeheersing en -afwikkeling. Een dergelijk kader verleent de autoriteiten een aantal bevoegdheden om snel te kunnen ingrijpen wanneer banken of grote beleggingsondernemingen in de problemen dreigen te komen en om die instellingen efficiënt te herstructureren en – op basis van interne instrumenten – te versterken. Snel en efficiënt ingrijpen is immers cruciaal om besmetting te voorkomen en het vertrouwen in de

De Bank pleit voor een solide regelgevend kader voor de afwikkeling van banken dat wordt geflankeerd door een effectief en coherent afwikkelingsbeleid, ook voor niet-systemische banken

financiële sector te verzekeren. De Bank bepleit, in haar hoedanigheid van afwikkelingsautoriteit, een sterk regelgevend kader voor de afwikkeling van alle banken, zulks in combinatie met een coherent en effectief beleid. Een vlotte afwikkeling is slechts mogelijk indien de passiva van de instellingen zowel kwantitatief als kwalitatief adequaat zijn samengesteld om de toepassing van de afwikkelingsprocedure en de toegang tot het gemeenschappelijk afwikkelingsfonds niet te hinderen alsook om, in extreme gevallen, de optie van staatsinterventie te behouden. Hoewel in de meest recente herziening van de bankreglementering het afwikkelingskader in die zin wordt uitgediept en versterkt, worden niet alle risico's gedekt. Vooral, zoals ook het IMF in zijn recent FSAP-rapport aangeeft, indien voor niet-systemische banken enkel wordt voorzien in de liquidatie volgens de normale insolventieprocedure. Hoewel deze strategie in geval van een idiosyncratisch falen – als gevolg van bedrijfsspecifieke, niet-systemische factoren – de markt wellicht weinig of niet verstoort, kan de liquidatie van een niet-systemische bank in een tijd van systeembrede financiële instabiliteit of gebeurtenissen alsnog zware nadelige gevolgen hebben voor het financieel stelsel. De financiële stabiliteit kan in dergelijke gevallen beter worden gewaarborgd door de toepassing van het afwikkelingskader waarbij, indien verantwoord en zij het als ultiem redmiddel, ook de overheid kan ingrijpen om de depositohouders te beschermen en een besmettingsgolf als gevolg van vertrouwensverlies te vermijden.

De financiële sector is al met al robuuster geworden, maar de vicieuze spiraal tussen banken en staatsschuld blijft zorgwekkend en duurzame winstgevendheid blijft, zeker in een lagerenteomgeving, een aandachtspunt

23. Tien jaar na de crisis kan de Belgische en Europese banksector opnieuw bogen op een stevige solvabiliteits- en liquiditeitspositie en is de bovenmatige afhankelijkheid van kortetermijnfinanciering deels afgebouwd. Met een kernkapitaal (CET1) voor significante banken van 14,5 % van de risicogewogen activa – een stijging met meer dan 4 procentpunt ten opzichte van 2010 –, is de Europese banksector veel weerbaarder geworden. De Belgische banksector die, als gevolg van de steunverlening door de overheid, verplicht geherstructureerd werd en zich meer op de kernactiviteiten in de thuismarkten heeft toegelegd, heeft zich, met een solvabiliteitsratio rond 15,5 %, ruimschoots hersteld. Die robuuste uitgangspositie – die ook wordt bevestigd door de micro- en macroprudentiële stresstests van de Europese Bankautoriteit (European Banking Authority – EBA) en het IMF – betekent dat de banken al met al gewapend zijn om ook in deze onzekere tijden, gekenmerkt door grote macro-economische en financiële risico's alsook door (geo)politieke spanningen binnen en buiten de EU, de continuïteit van hun dienstverlening aan de economie te garanderen.
24. Toch blijft de Europese banksector kwetsbaar en zijn niet alle problemen of erfenissen uit het verleden (de zogenoemde *legacy issues*) opgelost. Zo blijven de voorraad probleemkredieten, de persistente en sterke *home bias* in de obligatieportefeuilles of de blootstellingen aan enkele groeilanden risico's die in extreme gevallen ook een sectorbrede impact kunnen hebben. De grote waardeverliezen van vooral de Italiaanse bankaandelen als gevolg van de spanningen op de Italiaanse obligatiemarkten, illustreren niet alleen die kwetsbaarheden, ze waarschuwen er ook voor dat het vicieus verband tussen de banken en de overheidsschuld in uiterste gevallen zorgwekkend blijft voor de stabiliteit van de hele sector. Het Europees regelgevend en toezichtskader blijkt – ondanks grote vooruitgang in sommige vlakken, zoals de sterke afbouw van de probleemkredieten – in zijn huidige vorm niet volledig uitgerust te zijn om al die concentratierisico's – en in het bijzonder de *home bias* in aangehouden overheidsobligaties – gepast aan te pakken en de systemische impact ervan te beperken. Het afbouwen van die kwetsbaarheden kan bovendien een belangrijke katalysator zijn in de voltooiing van de bankenunie, waar additionele risicovermindering bij de uitrol van het gemeenschappelijk depositogarantiestelsel, het EDIS, wenselijk blijft.
25. De persistent lage winstgevendheid – die met een gemiddeld rendement op het eigen vermogen van naar raming 7 % niet opweegt tegen de kapitaalkosten – blijft voor de Europese banksector een belangrijke uitdaging, die op termijn de vlote financiële intermediaat kan verstoren. Bovendien dreigt een tweedeling van het Europees banklandschap waarbij de meer rendabele banken via omvangrijke investeringen – bijvoorbeeld in digitalisering en IT – kosten- en schaalvoordelen nastreven en consolideren, en op termijn de bedrijfsmodellen van de zwakkere, vaak kleinere, banken ondermijnen. De rentabiliteit van de Belgische banksector – die met een rendement op het eigen vermogen van naar raming 8,6 % duidelijk boven het EU-gemiddelde uitstijgt – komt steeds meer onder druk te staan. Ook hier tasten hoge investeringskosten en oplopende heffingen de winstgevendheid aan en bedreigt de lagerenteomgeving en de scherpere concurrentie steeds meer de nettorente-inkomens – de belangrijkste inkomstenbron van de Belgische banken. De structurele winstgevendheid van de Europese banksector naar een marktconform niveau tillen, blijft echter noodzakelijk voor een duurzame en stabiele financiële dienstverlening. Uit tal van simulaties blijkt echter dat

De ontwikkelingen in Italië plaatsen de vicieuze spiraal tussen banken en overheidsschuld – en de eraan verbonden risico's voor de financiële stabiliteit – opnieuw op de voorgrond

De veerkracht van de Europese financiële sector is hersteld, maar het gebrek aan structurele winstgevendheid blijft een aandachtspunt

de huidige economische opleving ter zake wellicht ontoereikend blijft en dat er nood is aan meer ingrijpende structurele maatregelen die aanzienlijke efficiëntiewinsten genereren. Daarbij vallen diverse strategieën te overwegen zoals het realiseren van eventuele schaalvoordelen door overnames, het implementeren van supplementaire kostenbesparende rationalisaties of een meer gediversifieerd en flexibel bedrijfsmodel. Tot slot kan het ecart tussen het gerealiseerd rendement en de kapitaalkosten voor een deel ook verdwijnen als de financiële markten de versterking van de bankbalansen en van het regelgevend en toezichtskader beginnen te verdisconteren in dalende risicopremies en kapitaalkosten.

26. Net zoals de Belgische banksector heeft ook de verzekeringssector grondige structurele aanpassingen ten uitvoer gelegd waarbij de kapitaalvereisten beter op de inherente risico's werden afgestemd en de looptijden van activa en passiva meer met elkaar in overeenstemming werden gebracht. Die aanpassingen hebben uiteindelijk geleid tot een verkleining van de *duration gap* van de sector en tot een betere matching van de in- en uitgaande kasstromen. De door het IMF, de Europese Autoriteit voor Verzekeringen en Bedrijfspensioenen (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) en de Bank uitgevoerde stresstests bevestigden dat de sector weerbaar is en dat hij de impact van een langdurige lagerenteomgeving kan opvangen.
27. Toch neemt in de huidige lagerenteomgeving de druk op de rentabiliteit en de verdienmodellen van de verzekeringsondernemingen toe, vooral van die welke focussen op levensverzekeringen. Die ondernemingen worden ertoe aangezet hun investeringen naar meer risicovolle beleggingen te heroriënteren en hun producten aan de nieuwe marktomgeving aan te passen. Aan de investeringszijde is er de tendens om, enerzijds, meer risicovolle activa of, anderzijds, minder liquide beleggingsinstrumenten zoals vastgoed op te nemen. Tegen die achtergrond bieden de recente aanpassingen in de regelgeving, waarbij de kapitaalvereisten voor infrastructuurinvesteringen meer gealigneerd worden met de inherente risico's, wel enig perspectief om extra te investeren op lange termijn en de investeringsportefeuille verder te diversifiëren. Tegelijkertijd worden de rentegaranties op levensverzekeringscontracten afgebouwd en heeft er een verschuiving plaats van de marktsegmenten waarin de verzekeraars actief zijn, in het bijzonder de verschuiving van de tak-21 activiteiten naar de tak-23 en/of niet-levensactiviteiten.

Toenemende schuldopbouw in de private sector en een aantrekkende kredietcyclus in het eurogebied en in België

28. Het aantrekken van de financiële cyclus in tal van EU-landen is een waarschuwing dat een accommoderend monetair beleid ook ongewilde spillovereffecten kan sorteren met eventuele risico's voor de financiële stabiliteit. In die context is het belangrijk een onderscheid te maken tussen de productieve en risicovolle kredietverlening en, indien nodig, gepaste maatregelen te nemen. Een dergelijke cyclus kan immers ontsporen wanneer – zoals in de aanloop naar de financiële crisis – banken en schaduwbanken, vanwege een scherpe concurrentie of onverantwoord winstbejag en *search for yield*, niet of weinig productieve investeringsprojecten bovenmatig en tegen al te soepele voorwaarden financieren.
29. In het licht van de aantrekkende kredietcyclus wordt het tijdig aanleggen van extra kapitaalbuffers in de banksector belangrijker. Zeker nu de economische onzekerheid en de volatiliteit op de financiële markten toenemen en er signalen opduiken van een conjunctuurverzwakking, verdient het aanbeveling de weerbaarheid van de banken te garanderen om ook in geval

van een recessie de kredietverliezen te kunnen opvangen en een stabiele kredietverlening aan de reële economie te verzekeren. Verscheidene EU-landen, waaronder Frankrijk, Ierland en Zweden, hebben tegen die achtergrond reeds specifieke maatregelen genomen, zoals het activeren van een contracyclische buffervereiste, terwijl andere overwegen om in de nabije toekomst supplementaire maatregelen te nemen. Het is daarbij van groot belang een juiste afweging te maken tussen, enerzijds, de beperkte, maar zichtbare kortetermijnkosten van extra kapitaalbuffers en, anderzijds, de grote – doch minder zichtbare – baten op lange termijn die gepaard gaan met het voorkómen van een zogeheten financiële recessie, en de daaruit resulterende zware maatschappelijke kosten.

30. Tegen die achtergrond volgt de Bank, als macroprudentieel toezichthouder, de ontwikkelingen van de Belgische vastgoed- en kredietmarkten op de voet. De schuldgraad van de Belgische huishoudens blijft – in tegenstelling met de tendens tot schuldafbouw in het eurogebied – gestaag toenemen en bevindt zich momenteel – op ongeveer 60 % – boven het gemiddelde van het eurogebied. Die ontwikkelingen wijzen op een verdere opbouw van systeemrisico's in de huidige kredietcyclus, temeer daar de Belgische banken hun hypothecaire kredietportefeuilles blijven uitbreiden, soms tegen voorwaarden die niet langer de krediet- en liquiditeitsrisico's dekken of een voldoende winstmarge garanderen. In die context heeft de Bank in 2018 een nieuwe, strengere macroprudentiële maatregel ingevoerd die de Belgische banken die interne modellen gebruiken voor het bepalen van de kapitaalvereisten, verplicht om – in verhouding tot het risico – kapitaalbuffers aan te leggen die moeten volstaan om, in geval van een vastgoedcrisis, de kredietverliezen op de vastgoedportefeuille op te vangen en de eventuele gevolgen van zo'n crisis voor de reële economie te beperken. De Bank volgt nauwgezet de impact van die maatregel op de hypothecaire kredietverlening en kan in geval van een verdere opbouw van risico's aanvullende maatregelen overwegen.

In het licht van de verdere versoepeling van de kredietvoorwaarden en de toenemende schuldgraad heeft de Bank de macroprudentiële maatregel voor vastgoedrisico's verstrengd

31. Voor het eerst sinds de financiële crisis is er echter ook voor de Belgische niet-financiële ondernemingen sprake van een aantrekkende kredietcyclus, waarbij de bedrijven steeds meer schuldfinanciering gaan verkiezen boven aandelenkapitaal, en de kredietgroei sterk oploopt. Met een groei van ongeveer 7 % – ver boven het gemiddelde van het eurogebied van 4 % – is de verlening van bedrijfskredieten door de Belgische banken een van de meest dynamische in de EU. Daarom volgt de Bank de ontwikkelingen van nabij en kan ze, mocht de kredietcyclus in België verder aantrekken, overwegen om, zoals in sommige andere EU-landen, de contracyclische buffer voor de Belgische banken te activeren en aldus voldoende absorptiecapaciteit te verzekeren en de continuïteit van de kredietverlening aan de Belgische economie te waarborgen.

De financiële sector aan de vooravond van een ingrijpende en structurele transformatie

32. De financiële sector is amper hersteld van de crisis en heeft zich maar net aan het nieuw en strenger regelgevend en toezichtskader aangepast, of er dienen zich al nieuwe structurele uitdagingen aan. Sommige daarvan betreffen meer algemene maatschappelijke tendensen zoals de digitalisering of de klimaatverandering en de overgang naar een koolstofarme economie. Andere zijn specifiek en houden verband met politieke beslissingen zoals de brexit of de kapitaalmarktenunie. Die uitdagingen bieden de financiële sector ongetwijfeld aanzienlijke nieuwe kansen, maar houden voor de sector ook risico's in vanwege het ingrijpend karakter van die tendensen en de ermee gepaard gaande grote investeringen.

33. Als gevolg van de toenemende digitalisering en de digitale verwevenheid van de maatschappij, nemen de cyber- en operationele IT-risico's fors toe, en is het monitoren van die risico's in de financiële sector – een strategische sector qua cyberbeveiliging – een topprioriteit voor de Bank. Deze laatste besteedt bijvoorbeeld bijzondere aandacht aan de cyberbeveiliging van de financiële marktinfrastructuren en de systemische banken. Als voorzitter van de Financial Sector Cyber Council (FSCC) tracht ze in samenwerking met de financiële sector niet alleen het regelgevend kader te verbeteren, maar ook de algemene waakzaamheid en cyberweerbaarheid te versterken. In dat verband werkt de Bank TIBER-BE uit, een operationeel raamwerk voor ethisch hacken in de financiële sector.

Monitoring van cyberrisico's voor de financiële marktinfrastructuren en voor de systemische banken is voor de Bank een prioriteit

34. Aan die digitale transformatie zijn niet alleen reële risico's verbonden, ze houdt voor de financiële sector ook belangrijke nieuwe kansen in. De digitalisering van de sector betekent immers niet enkel een uitbreiding van het financieel landschap door de toetreding van nieuwe financieel dienstverleners – de FinTech en BigTech –, ze biedt de gevestigde instellingen – en in het bijzonder de banken – ook nieuwe technologieën om de organisatie en de dienstverlening te verbeteren en het productengamma uit te breiden. In diverse segmenten van de financiële sector duiken nieuwe FinTech-toepassingen op – bijvoorbeeld crowdfunding, peer-to-peer leningen, alternatieve betalingsdiensten, gerobotiseerde adviesverlening, nieuwe elektronische handelsplatformen –, die de klanttevredenheid verhogen, de transactiekosten drukken of het productaanbod verruimen, vaak in marktsegmenten die voorheen niet of onderbediend werden. De tweede Europese betalingsrichtlijn (PSD2) die onder meer inhoudt dat banken – mits toestemming van de rekeninghouder – rekeninginformatie voor derde partijen moeten openstellen, is een belangrijke stap in de richting van *open banking* en de verdere integratie van FinTech en BigTech in het Europees betalingsverkeer. Voor gevestigde financiële instellingen biedt de digitale transformatie bovendien de mogelijkheid om – al dan niet in samenwerking met FinTech-bedrijven – de bedrijfsprocessen en -infrastructuur structureel aan te passen en aldus kosten- en schaalvoordelen te realiseren of via grondige analyses op basis van 'Big Data' of artificiële intelligentie beter in te spelen op de noden van de klanten. De overgang naar het 'nieuwe normaal' van een gedigitaliseerde financiële sector verloopt ten slotte zeer snel en vereist van de financiële instellingen op korte termijn zware inspanningen en investeringen om de noodzakelijke overstap naar het digitale tijdperk tijdig te maken.

35. Als gevolg van de brexit zal de Europese interne kapitaalmarkt flink krimpen. Het vertrek van de grootste, meest liquide en geavanceerde kapitaalmarkten van de EU zou bovendien disruptief kunnen werken. De noodzaak om met een kapitaalmarktenunie onder EU-recht snel en krachtig vooruit te gaan, wordt daarom alleen maar dwingender.

Een evenwichtig financieel stelsel, met sterke kapitaalmarkten, is van groot belang voor een efficiënte risicodeling en ondersteuning van de innovatie

De kapitaalmarktenunie blijft immers een onvervangbare bouwsteen in de huidige institutionele structuur van de EMU, die uitzicht biedt op een evenwichtiger en gediversifieerde financiële sector waarin, naast de banken, ook de kapitaalmarkten volop hun rol kunnen spelen in de financiering van de economie – in het bijzonder innovaties –, en in een efficiëntere spreiding van de risico's. Ondanks de vele negatieve effecten van de brexit, biedt hij de kapitaalmarktenunie op termijn ook mooie kansen. De overplaatsing van de Europese hoofdzetels en activiteiten van meerdere grote financiële instellingen van het Verenigd Koninkrijk naar het vasteland kan immers de nodige volumes genereren die nodig zijn voor de uitbouw van sterke en geavanceerde EU-kapitaalmarkten. Voor de Belgische financiële markt betekent dit de intrede van een aantal grote (her)verzekeraars en verstrekkers van betalingsdiensten die rechtstreeks onder het toezicht van de Bank vallen. Het is in deze context ook zaak de resterende barrières voor de uitbouw van een gediversifieerde financiële sector in kaart te brengen en ze – mochten ze buitensporig blijken – aan te pakken.

36. Een integrale uitvoering van het klimaatakkoord van Parijs vereist omvangrijke extra investeringen en ingrijpende technologische innovaties die de overgang naar een koolstofarme en meer duurzame economie efficiënt ondersteunen. De financiering van die transitie wordt een belangrijke uitdaging voor de financiële sector. Die transitie brengt echter ook financiële risico's mee waar de prudentieel toezichhouders en regelgevers in hun beleid terdege rekening mee moeten houden. De Bank steunt de recente initiatieven van de EC rond *Sustainable Finance*. Die initiatieven beogen de uitbouw van een transparante markt voor 'groene financiering' op basis van geharmoniseerde definities – de taxonomie – van 'groene' activa en van een betere doorstroming van informatie over de effectieve klimaatrisico's – *disclosure*. De prudentiële behandeling van klimaatgerelateerde risico's – zoals transitierisico's – wordt momenteel bestudeerd. Daarbij moet worden erkend dat een specifieke prudentiële behandeling – in de vorm van hetzij een verlichting van de prudentiële vereisten voor groene activa, zoals de *green supporting factor*, hetzij een verstrenging voor klimaatonvriendelijke activa, bijvoorbeeld de *brown penalising factor* – steeds gebaseerd moet zijn op het werkelijk risicoprofiel van de onderliggende activa.
37. Tot slot moet de financiële sector de hoogste normen en de best practices inzake witwaspraktijken en terrorismefinanciering (AML/CFT) naleven. Dat is overigens ook in het belang van de sector zelf. Inbreuken op de relevante wetgeving – zoals vastgesteld bij enkele Europese banken met een systemische impact – kunnen immers grote prudentiële gevolgen hebben vanwege de mogelijke zware sancties of het vertrouwens- en reputatieverlies voor de instelling. De Bank heeft sinds 2016 de middelen voor AML/CFT-toezicht versterkt en een nieuw raamwerk voor risicogeleid toezicht uitgewerkt. Daarnaast is het wenselijk dat ook op Europees niveau de coördinatie tussen alle relevante toezichthouders – zowel de prudentieel als de AML/CFT-toezichthouders – verstevigd wordt teneinde dergelijke vaak grensoverschrijdend opererende praktijken beter te kunnen monitoren. Tegen die achtergrond steunt de Bank de recente voorstellen van de EC voor een nieuw raamwerk inzake de coördinatie – met een centrale rol voor de EBA – tussen de AML/CFT- en de prudentieel toezichthouders – waaronder het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM).

Het naleven van de hoogste normen moet de leidraad zijn voor de financiële sector van de 21^{ste} eeuw

3. Inclusieve groei in België: knelpunten in het groeipotentieel verhelpen en begrotingsbuffers voor de toekomst aanleggen

De werkgelegenheidscreatie was in 2018 opnieuw zeer sterk, al bleef de groei relatief zwak

38. Ook in België zette het economisch herstel zich in 2018 voort. De Belgische economie groeide met 1,4 %, wat weliswaar 0,3 procentpunt minder was dan in 2017. De vertraging viel echter geringer uit dan in het eurogebied, waar de bedrijvigheid in 2017 fors had aangetrokken onder impuls van een duidelijke exportboost. Die uitvoer weerspiegelde vooral investeringsgoederen en transportuitrusting die hoofdzakelijk bestemd waren voor China en voor andere opkomende economieën. Dat is een combinatie goederen-afzetmarkt die de uitvoer in België minder stevig ondersteunt. Nu het effect van die exporthausse in het eurogebied is weggeëbd, wijkt de groei in België minder sterk af. Toch is ook in ons land de uitvoer van goederen en diensten vertraagd tegen de achtergrond van de minder dynamische wereldhandel. De toename van de export verzwakte van 5 % in 2017 tot 3,5 %.

Een verruiming van het arbeidsaanbod kan wel degelijk samengaan met een daling van de werkloosheid

39. De groei was opnieuw bijzonder werkgelegenheidsintensief. Met 1,2 % – goed voor 59 000 nieuwe banen – nam de werkgelegenheid in 2018 bijna even fors toe als de economische bedrijvigheid. In een gunstig conjunctuurklimaat is het beleid van de afgelopen jaren erg succesvol gebleken inzake banencreatie. Dat beleid was erop gericht om via loonmatiging en verlaging van de werkgeversbijdragen de vraag naar arbeid te stimuleren en via belastingverlagingen, loopbaanverlenging en activering van werkzoekenden het arbeidsaanbod te ondersteunen. De ervaring van de laatste jaren leert dat een verruiming van het arbeidsaanbod wel degelijk kan samengaan met een daling van de werkloosheid. De afgelopen vier jaar is de beroepsbevolking immers met zowat 120 000 eenheden gegroeid. Daarvan is ruim de helft toe te schrijven aan een beleidsgestimuleerde toename van de participatiegraad. Niettemin is het aantal werklozen over diezelfde periode met zowat 100 000 eenheden gedaald. De werkloosheidsgraad liep inmiddels terug tot 6 %, een niveau dat voor het laatst werd opgetekend in de jaren zeventig van de vorige eeuw. In totaal zijn er in België in vier jaar tijd maar liefst 220 000 banen bijgekomen. En anders dan voorheen werden de banen vooral gecreëerd in de bedrijfssector en niet zozeer bij de overheid of in overheidsgesubsidieerde bedrijfstakken.
40. Toch sorteert de werkgelegenheidscreatie nog niet haar volle effect. De toename van de binnenlandse bestedingen heeft immers nog niet volledig aansluiting gevonden bij het verloop in het eurogebied. Ook in 2018 groeide met name de particuliere consumptie in België minder snel dan in het eurogebied of dan in de drie voornaamste buurlanden. In België trok de consumptie met 0,8 % aan, wat ongeveer een half procentpunt minder is dan in het eurogebied. Een dergelijke kloof wordt reeds enkele jaren vastgesteld. Aanvankelijk drukten het loonmatigingsbeleid en het herstel van het concurrentievermogen het beschikbaar inkomen van de particulieren. Die factor is inmiddels weggefallen en in lijn daarmee is ook de kloof met het eurogebied verkleind, maar nog niet volledig verdwenen.
41. Ondanks de forse werkgelegenheidscreatie vertoonden het beschikbaar inkomen en de particuliere consumptie ook de afgelopen twee jaar een al met al matig verloop. Enerzijds waren de loonstijgingen bovenop de indexering, volgens de momenteel beschikbare nationale rekeningen, in 2017 en 2018 veeleer beperkt. Op grond van diezelfde gegevens bleef ook de loondrift achter bij wat gebruikelijk is. De werkgelegenheidscreatie betrof immers in hoge mate jongeren en lager opgeleide werknemers die doorgaans tegen een lager loon aan de slag gaan. Dat heeft een mechanische neerwaartse impact op de gemiddelde loonontwikkeling. Anderzijds tastte ook de stijging van de olieprijs de koopkracht aan, vermits de impact daarvan slechts met vertraging wordt weerspiegeld in de indexering. Ten slotte ziet het ernaar uit dat de consumptie enigszins achterbleef bij het verloop van het beschikbaar inkomen. De spaarquote is er de afgelopen twee jaar immers licht op vooruitgegaan. Een en ander kan ook verklaren waarom de investeringen in nieuwbouw en renovatie van woningen slechts matig zijn gegroeid.
42. Naar de toekomst toe kunnen diverse factoren de koopkracht en de binnenlandse bestedingen ondersteunen. De daling van de olieprijs aan het einde van 2018 en een nieuwe belastingverlaging op het arbeidsinkomen in het kader van de taxshift springen daarbij het meest in het oog. Ook de op de arbeidsmarkt gestarte dynamiek kan ertoe bijdragen. Meer dan in het verleden waren aan de nieuwe indienstnemen contracten van bepaalde duur verbonden. De afschaffing van de proefperiode bij het sluiten van een arbeidsovereenkomst wakkerde die tendens aan. Contracten van bepaalde duur zijn aanvankelijk een bron van onzekerheid, maar vaak blijken ze ook een opstap te zijn naar een meer permanente baan. Bovendien zal de loonontwikkeling het beschikbaar inkomen schragen, nu de spanningen op de arbeidsmarkt verscherpt zijn en de groei

meer door productiviteitsstijgingen zal worden gedragen. Om de gunstige dynamiek op de arbeidsmarkt intact te houden, is het evenwel van belang dat de loonstijgingen, binnen het onderhandelingskader tussen de sociale partners, voldoende rekening houden met de onderliggende fundamentals. Zo verschillen bijvoorbeeld de krapte op de arbeidsmarkt of het productiviteitsverloop tussen bedrijven, sectoren, subregio's of gezochte competenties. Door dat in aanmerking te nemen, zal de loonvorming ook beter weergeven waar zich de meest lonende werkgelegenheidskansen bevinden en kan ze op die manier voor meer arbeidsmobiliteit zorgen. Bovendien is het de taak van de sociale partners om de inzake kostenconcurrentievermogen geboekte vooruitgang te consolideren, conform de wet tot bevordering van de werkgelegenheid en tot preventieve vrijwaring van het concurrentievermogen.

Het is belangrijk dat de loonstijgingen voldoende rekening houden met de onderliggende fundamentals

43. 2018 was ook het jaar waarin de knelpunten in de Belgische economie duidelijker zichtbaar werden. Vier domeinen vallen daarbij meteen op: de krapte op de arbeidsmarkt, de trage productiviteitsgroei, de ontoereikende kwaliteit van de infrastructuur en het feit dat de begrotingsconsolidatie nog niet voltooid is. Het verhelpen van die knelpunten is de sleutel tot meer groei, meer sociale cohesie en meer duurzaamheid. Het biedt tevens een antwoord op de vergrijzingsgerelateerde uitdagingen. Bovendien zal ook het aanpassingsvermogen van de Belgische economie erdoor vergroten, zodat deze laatste de geboden groeikansen volop zal kunnen grijpen én beter bestand zal blijken tegen de mogelijke impact van onzekerheden en risico's.

Een kwantitatieve en kwalitatieve verbetering van het arbeidsaanbod zal tot een hogere productiecapaciteit en meer sociale cohesie leiden

44. Door de forse banencreatie van de afgelopen jaren is inmiddels 70 % van de Belgische bevolking tussen 20 en 64 jaar aan het werk. Dat is 2 procentpunt méér dan aan het begin van de crisis. Toch blijft het onderbenutte arbeidspotentieel groot. Dat potentieel weten te mobiliseren, kan aanzienlijke marges creëren voor zowel de productiecapaciteit van de economie als het inkomen per hoofd van de bevolking. Bovendien zal het een gunstig effect hebben op de overheidsfinanciën via, enerzijds, gestegen ontvangsten en, anderzijds, minder vervangingsinkomens. Het kan meer in het bijzonder een tegenwicht bieden tegen de neerwaartse impact van de vergrijzing van de bevolking op het arbeidsaanbod. Ondanks die nog omvangrijke arbeidsreserve, liep het aantal vacatures in 2018 reeds op en moesten bedrijven afzien van méér productie bij gebrek aan voldoende geschikte werkkrachten. Uit de lijst van knelpuntberoepen blijkt dat er niet alleen een gebrek is aan hoog opgeleid personeel, maar ook aan tal van uitvoerende profielen zoals schoonmakers, kelners, technici of onderhoudsmecanici. Het arbeidsaanbod vergroten én het beter afstemmen op de behoeften van het bedrijfsleven kan derhalve reeds op korte termijn de groei positief beïnvloeden.
45. Doorgaans komt in dit verband meteen de werkloosheidsgraad in beeld, omdat die de omvang meet van de reeds op de arbeidsmarkt aanwezige reserve. Er bestaan ter zake grote verschillen tussen de gewesten. De werkloosheidsgraad bedraagt in Brussel nog ruim 13 % en in Wallonië schommelt hij rond de 9 %. In Vlaanderen belooft hij 3 % en het is dan ook in dit laatste gewest dat bedrijven de gevolgen van de krapte op de arbeidsmarkt het sterkst voelen. Er is dus in ieder geval meer nood aan arbeidsmobiliteit en aan een intense begeleiding van werkzoekenden. Voorts moet bij de loonvorming, binnen het kader van het

Inmiddels is 70 % van de Belgische bevolking tussen 20 en 64 jaar aan het werk. Dat is 2 procentpunt méér dan aan het begin van de crisis

sociaal overleg, voldoende rekening worden gehouden met de geografische verschillen op de arbeidsmarkt. De gewesten moeten bovendien maximaal gebruik maken van hun ruime sociaal-economische bevoegdheden om een antwoord te bieden op de specifieke uitdagingen waarmee ze worden geconfronteerd.

46. Als gevolg van die verschillen in werkloosheidsgraad tussen de gewesten, loopt ook de werkgelegenheidsgraad, die het aantal werkenden uitdrukt in procenten van de bevolking op arbeidsleeftijd, sterk uiteen. De participatiegraad, die meet hoeveel mensen er zich op de arbeidsmarkt bevinden, is bovendien in ieder gewest relatief zwak. Zelfs in Vlaanderen, waar hij het hoogst is, blijft hij achter bij die van de EU en nog meer ten opzichte van de noordse

Er bevinden zich té weinig mensen op de arbeidsmarkt, terwijl de kans om vlot een baan te vinden zelden zo groot is geweest als nu

landen die ter zake sterk presteren. Er bevinden zich té weinig mensen op de arbeidsmarkt, terwijl de kans om vlot een baan te vinden zelden zo groot was als nu. Het komt er dan ook op aan werken voldoende lonend te maken. Dat was een van de drijfveren van de belastingverlagingen in het kader van de taxshift. Die verlagingen zijn verhoudingsgewijs aanzienlijker daar waar ze de grootste impact hebben, namelijk bij de lagere inkomens. Door de schaarste op de arbeidsmarkt mee te laten spelen bij het bepalen van de arbeidsvoorwaarden, kunnen knelpuntberoepen aantrekkelijker worden. Voorts moet bijzondere aandacht worden besteed aan de groepen met de grootste professionele inactiviteit. Zo zijn vrouwen op de arbeidsmarkt nog steeds ondervertegenwoordigd, al is dat voor de jongere cohorten steeds minder het geval. Bovendien neemt de onderbenutting van het vrouwelijk potentieel nog een andere vorm aan: doorgaans hebben vrouwen tijdens hun loopbaan minder doorgroeimogelijkheden. Dat is niet alleen maatschappelijk onaanvaardbaar, het is tevens een verspilling van talent. In de leeftijdsgroep van 55 tot 64 jaar blijft de participatiegraad, zowel voor vrouwen als voor mannen, laag ten opzichte van die in andere Europese landen. Toch is hij de laatste jaren gestegen als gevolg van het op loopbaanverlenging gericht beleid. Een verdere stijging ligt in het verschiet aangezien de ten uitvoer gelegde hervormingen pas na verloop van tijd volop effect sorteren. De impact ervan zal groter zijn naarmate de geplande hervormingen onverkort worden geïmplementeerd en het welslagen ervan een aandachtspunt wordt tijdens iedere fase van de loopbaan. Daarbij spelen niet alleen de invulling van het takenpakket en de werktijdregeling voor oudere werknemers een rol, maar ook het feit dat de verloning in België in hoge mate wordt bepaald door de anciënniteit zonder dat daar steeds een evenredige productiviteitsstijging tegenover staat.

47. Voorts blijft er een grote groep kwetsbare jongeren bestaan die moeilijk hun weg vinden naar de arbeidsmarkt. Onder hen tal van laaggeschoolden alsook jongeren voor wie discriminatie op grond van hun afkomst – of die van hun ouders – vaak een extra nadeel is.

Er bestaat nog steeds een grote groep kwetsbare jongeren die moeilijk hun weg vinden naar de arbeidsmarkt

Er is ter zake een belangrijke rol weggelegd voor onderwijs en opleiding: ze moeten jongeren gepast voorbereiden, talent maximaal weten te ontplooiën en voortijdig afhaken vermijden. Voor sommige groepen kan het verder uitbouwen van alternatief leren een oplossing bieden. Dergelijke systemen vereenvoudigen elders in Europa met succes de overstap van school naar werk. Een vroege initiatie in de nieuwste ICT-ontwikkelingen of het aanleren van oplossingsgerichte processen is cruciaal, net als taalvaardigheid – ook wat de andere landstalen betreft. Bijzondere aandacht verdienen de wetenschappelijke en technische richtingen die heel wat perspectief bieden op het vinden van een baan. Ook hier zijn vrouwen nog steeds ondervertegenwoordigd. Levenslang leren, ten slotte, is hét middel om zowel de loopbaanverlenging in goede banen te leiden als maximaal profijt te trekken van de snelle vernieuwing van technologieën, werkmethoden en organisatievormen. Meer mensen succesvol naar de arbeidsmarkt brengen, en ze er weten te houden, verhoogt niet enkel de productiecapaciteit van de economie, het is ook hét middel om meer sociale inclusie te bereiken.

De productiviteit opvoeren: een verhaal van innovatie en verschuiving van middelen

48. Een andere reden waarom de groei in België vrij laag is – en volgens de ramingen van de potentiële groei laag zou kunnen blijven – is de zwakke stijging van de productiviteit. De laatste jaren zijn op macro-economische schaal amper productiviteitswinsten geboekt. Dat is voor een stuk louter het spiegelbeeld van de sterke banencreatie. Deze laatste heeft een normaal en kortstondig neerwaarts effect op de productiviteitsgroei, maar ze zorgt er in principe voor dat toekomstige productiviteitswinsten een krachtiger uitwerking krijgen omdat meer werknemers er deel aan zullen hebben. Hoe groter die winsten zijn en hoe ruimer ze worden verspreid, hoe intenser dat effect zal zijn. In werkelijkheid is de productiviteitsgroei echter vaak geconcentreerd in een beperkt aantal sterk presterende bedrijven omdat die kunnen bogen op onder meer een gedegen innovatieactiviteit in sommige sectoren, alsook op wereldvermaarde onderzoekscentra aan Belgische universiteiten. Internationaal actieve bedrijven, van hun kant, kunnen ook profijt trekken van innovatie elders in hun groep. Daarom is openheid in het handelsverkeer en in de directe investeringen zo belangrijk.
49. De ruimere verspreiding van de productiviteitswinsten over de rest van het economisch weefsel is in België evenwel onvoldoende ontwikkeld. Een van de redenen daarvoor is dat middelen onvoldoende vlot verschuiven van minder naar meer productieve activiteiten. Zowel bij de bedrijven als op de arbeidsmarkt is er minder in- en uitstroom dan elders in Europa. Middelen gepast kunnen verschuiven leidt niet alleen tot een hogere productiviteit, het zal er ook voor zorgen dat transities in de economie vlotter kunnen verlopen, dat groeikansen volop kunnen worden benut en dat de economie beter weet om te gaan met tegenspoed. In het licht van het toenemend protectionisme of van de brexit moet in de eerste plaats de openheid in het handelsverkeer op het internationaal toneel worden bepleit. Toch zal een klein land zoals België er vooral moeten voor zorgen dat flexibiliteit, aanpassingsvermogen en vernieuwing uiteindelijk compensatie bieden voor de afzet die op bedreigde markten verloren kan gaan.
50. In de zoektocht naar productiviteitswinsten is digitalisering een uitgelezen kans. Bestaande productieprocessen worden er efficiënter door en nieuwe producten, diensten en werkwijzen zien het daglicht. Daar ten volle op inzetten, veronderstelt niet alleen creatieve bedrijven, het vereist ook een gepast regelgevend kader, in het bijzonder voor de nieuwe productie- en consumptiepatronen die e-commerce en de zogeheten deeleconomie met zich brengen. Ook het begrip mededinging moet worden ingevuld met inachtneming van die nieuwe ontwikkelingen. Een en ander moet erop gericht zijn een gelijk speelveld te bewerkstelligen. Bovendien is de mededinging op sommige meer traditionele dienstenmarkten in België slechts matig ontwikkeld. Een tekort aan concurrentie impliceert nochtans hoge prijzen en een lage productiviteitsgroei. Het valt ook op dat e-commerce in België nog onvoldoende ontwikkeld is. Daardoor vloeit een aanzienlijk deel van de door deze consumptievorm gegenereerde toegevoegde waarde naar het buitenland en wordt het potentieel ervan als verdelingskanaal voor de export onvoldoende te baat genomen. De digitalisering zal ook op de arbeidsmarkt duidelijke sporen achterlaten. Sommige jobs zullen volledig verdwijnen, terwijl andere zich zullen ontwikkelen omdat ze de baten van de digitalisering kunnen versterken. Mensen wapenen met competenties die hun de mogelijkheid bieden deel te nemen aan de ingrijpende digitale transitie levert derhalve een win-winsituatie op. De productiviteit kan maximaal groeien, terwijl de disruptieve gevolgen voor de arbeidsmarkt beperkt worden. Zowel voor de bedrijven als voor de werknemers hoort investeren in opleiding een belangrijk aandachtspunt te zijn.

Zowel bij de bedrijven als op de arbeidsmarkt is er minder in- en uitstroom dan elders in Europa

Mensen wapenen met competenties die hun de mogelijkheid bieden deel te nemen aan de ingrijpende digitale transitie levert een win-winsituatie op

De infrastructuur verbeteren: economische en ecologische overwegingen met elkaar in overeenstemming brengen

51. Opdat de Belgische economie sterkere resultaten zou neerzetten, moet ook de kwaliteit van de infrastructuur worden verbeterd. Ook in dat vlak werden de knelpunten in 2018 duidelijker. De toenemende verkeerscongestie en de onzekerheid over het elektriciteitsaanbod zijn er de meest treffende voorbeelden van. De files in het verkeer zijn voor de bedrijven een niet te verwaarlozen kostenfactor, ze drukken hun productiviteit en verkleinen hun actieradius. Omdat het Belgisch economisch weefsel in hoge mate de verbinding maakt tussen de grote havens aan de Noordzee en het Europees hinterland is het extra gevoelig voor het mobiliteitsprobleem. Voor de werknemers wordt het steeds moeilijker om tijdig op het werk te geraken, wat in toenemende mate vrije tijd opsloort. De daarmee gepaard gaande kosten kunnen het nastreven van een ruimer arbeidsaanbod doorkruisen. Het verkeersinfarct is bovendien een belangrijke bron van vervuiling. Ook de problemen inzake energiebevoorrading hebben reeds op korte termijn een negatieve uitwerking. Hogere elektriciteitsprijzen duwen de inflatie omhoog, al bleef het effect daarvan in 2018 beperkt. Dat drukt in eerste instantie de koopkracht, maar later wordt het, naarmate de gestegen prijzen in de indexering doorsijpelen, een kostenverhogende factor voor de bedrijven. Een en ander komt bovenop de hogere factuur voor hun eigen elektriciteitsverbruik. Naast de maatregelen die zijn genomen om het risico van een onderbreking in de bevoorrading af te wenden, moet ook en vooral werk worden gemaakt van een strategie op langere termijn. Dat moet de geplande uitstap uit kernenergie en de transitie naar een duurzame en koolstofarme economie in goede banen leiden en de kosten ervan beperken. Door dergelijke knelpunten aan te pakken, zal investeren in de Belgische economie bovendien aantrekkelijker worden, wat dan weer het groeipotentieel op langere termijn verbetert.

52. Ook op de woningmarkt worden de spanningen steeds voelbaarder. De bevolkingsaanwas én de tendens naar kleinere gezinskernen zijn de stuwende krachten achter de gestegen vraag naar woningen. Terwijl het aanbod ervan op korte termijn weinig elastisch is, kunnen nieuwbouw en renovatie van bestaande woningen soelaas brengen. Dat proces stoot echter

Ook de ruimte is schaars. Ze efficiënter aanwenden, kan economische en ecologische overwegingen met elkaar in overeenstemming brengen

op het feit dat bouwgrond intrinsiek schaars is. Het is dan ook geen toeval dat de prijs van bouwgrond de afgelopen decennia zeer sterk gestegen is en de voornaamste verklaring biedt voor de aantrekkende woningprijzen. Die problematiek veroorzaakt niet alleen kwetsbaarheden in het financieel systeem, de betaalbaarheid van het wonen is in de eerste plaats een belangrijke economische en sociale uitdaging. De huidige manier van wonen in België legt bovendien een groot beslag op de ruimte. Daarom zijn steeds meer beleidsinitiatieven erop gericht wooneenheden te concentreren in dorps- en stadskernen. Het mobiliteitsvraagstuk kan er minder prangend door worden. Wonen zal zodoende ook energiezuiniger worden en minder netwerkinfrastructuur vereisen. Door dat proces kan bouwgrond echter nog schaarser worden, tenzij terzelfder tijd het aantal wooneenheden per perceel wordt opgevoerd. Het aandeel van huurwoningen vergroten en de transactiekosten bij de verkoop van huizen verlagen, kan er dan weer toe bijdragen dat de arbeidsmobiliteit in de toekomst minder pendelverkeer zal behelzen. Ook de ruimte is schaars. Ze efficiënter aanwenden, kan economische en ecologische overwegingen met elkaar in overeenstemming brengen.

53. Om de algehele kwaliteit van de infrastructuur te verbeteren en België internationaal aantrekkelijker te maken, werd een Nationaal Investeringspact gelanceerd. In september 2018 werd aan de diverse regeringen in België een eerste rapport voorgesteld. Dat identificeert zes prioritaire domeinen met grote behoeften: de digitale transitie, de cybersecurity, het onderwijs, de gezondheidszorg, de energietransitie en de mobiliteit. Niet alleen de overheid moet in haar

begroting ruimte bieden voor dergelijke investeringen, via publiek-private partnerships moeten de in België overvloedig aanwezige spaarmiddelen gekanaliseerd worden naar die toekomstgerichte investeringsagenda. De noodzakelijke veranderingen teweegbrengen, is een werk van lange adem. De diverse overheden in het land hebben daarom ook een belangrijke rol te vervullen als coördinatoren van een proces dat, via het verstrekken van gepaste prikkels, private initiatieven en gedragspatronen in de juiste richting stuurt. Die overheden moeten ook waken over de sociale dimensie van dergelijke transitie. Dat proces behelst tal van beleidsdomeinen en kan enkel slagen indien de respectieve bevoegde instanties door onderlinge coördinatie maximale coherentie nastreven.

De in België overvloedig aanwezige spaarmiddelen moeten gekanaliseerd worden naar de toekomstgerichte investeringsagenda

Een efficiënte overheid en gezonde overheidsfinanciën

54. Het financieringstekort van de Belgische overheid kwam op 0,7 % bbp uit, wat iets minder was dan in 2017. De overheidsschuld daalde met anderhalf procentpunt tot 102 % bbp. Terwijl het tekort de afgelopen jaren aanzienlijk is gereduceerd en het keerpunt van de schuldynamiek reeds enkele jaren is bereikt, is de gezondmaking van de overheidsfinanciën nog niet voltooid. Er moet zonder verwijl verder werk worden gemaakt van het traject naar een structureel begrotingsevenwicht, conform de voorschriften van het Stabiliteits- en groeipact. Dat pact biedt overigens marges bij het ten uitvoer leggen van structurele hervormingen of ter ondersteuning van de overheidsinvesteringen, al zijn die in de praktijk beperkt. Streven naar een begrotingsevenwicht is nodig om de overheidsschuld – nog steeds een van de hoogste in het eurogebied – verder terug te dringen. Zodoende wordt een buffer aangelegd en ontstaan er nieuwe beleidsmarges, bijvoorbeeld om de weerslag van toekomstige ongunstige conjuncturele periodes uit te vlakken. Het tekort terugdringen in een gunstig economisch klimaat is zowel economisch als sociaal efficiënter dan wanneer het in een recessie en onder zware druk van de financiële markten moet gebeuren. Tot welke helse dynamiek een dergelijke procyclische budgettaire verkrapting kan leiden, is tijdens de schulden crisis in diverse landen van het eurogebied gebleken.
55. Wat het verloop van de overheidsfinanciën in 2018 betreft, springen drie elementen in het oog. Om te beginnen, is het goede begrotingsresultaat grotendeels toe te schrijven aan een verhoging van de ontvangsten bij de vennootschapsbelasting. In twee jaar tijd zijn die met 1 procentpunt gestegen, van 3,4 % bbp in 2016 tot 4,4 % in 2018. Die forse stijging is niet zozeer toe te schrijven aan een toename van de vennootschapswinsten of aan een verhoging van de effectieve aanslagvoet. De uitbreiding van de belastbare basis – onder meer via een verminderde belastingaftrek voor risicokapitaal (notionele interestaftrek) – neutraliseert immers in hoge mate de verlaging, in 2018, van het standaardtarief van 33 tot 29 %. Beide maken deel uit van de over verscheidene jaren gespreide hervorming van de vennootschapsbelasting. De stijging vloeit blijkbaar voornamelijk voort uit een verschuiving in de betaalwijzen ervan. De tendens om een groter deel via vooruitbetalingen te regelen, heeft de ontvangsten de laatste twee jaar fors opgedreven, maar de komende jaren zal ze allicht gepaard gaan met geringere ontvangsten bij de definitieve afrekening. Om die reden is het structureel vertrekpunt minder gunstig dan wat blijkt uit het saldo van 2018. Daarnaast werden de primaire uitgaven niet langer teruggedrongen; ze liepen weer op van 49,7 tot 50 % bbp. Dat was deels toe te schrijven aan de fors gestegen investeringen van de lokale overheden, een typisch fenomeen in een jaar met gemeenteraadsverkiezingen. Toch is ook de onderliggende tendens opwaarts gericht, mede als gevolg van de met de vergrijzing gepaard gaande

Er moet zonder verwijl verder werk worden gemaakt van het traject naar een structureel begrotingsevenwicht

uitgaven. De rentelasten, ten slotte, zijn inmiddels teruggelopen tot 2,3 % bbp, vooral onder impuls van de lagere rente. Verdere winst zal voortaan echter vooral moeten komen van de vermindering van de schuld zelf, via een verbetering van het primair saldo.

56. Ook voor de gezondmaking van de overheidsfinanciën is het nastreven van efficiëntie een belangrijke leidraad. De overheid moet die efficiëntie in de eerste plaats beogen in elk onderdeel van haar optreden. Dat geldt zowel voor de uitgaven die ze doet als voor de belastingen die ze int. Een correcte belastinginning en het bestrijden van fiscale en sociale fraude moeten aandachtspunten blijven. Een doeltreffende aanwending van de eigen middelen zal het sociaal vangnet, dat nodig is om de talrijke transities in de economie en de samenleving te begeleiden, helpen waarborgen. Efficiëntie reikt echter verder dan het eigen optreden. Door het voeren van een adequaat economisch beleid en het verstrekken van de gepaste budgettaire prikkels voor een dynamisch economisch weefsel, kan de gezondmaking van de overheidsfinanciën vereenvoudigd worden. Dit impliceert dat zowel aan de ontvangsten- als aan de uitgavenzijde verder gezocht moet worden naar verschuivingen die het groeipotentieel van de economie ondersteunen, de energietransitie helpen bewerkstelligen en de sociale cohesie versterken. In een federaal land zoals België veronderstelt dit ook dat het afstemmen van het beleid op de specifieke noden van de gemeenschappen en de gewesten gepaard gaat met een intense coördinatie en samenwerking. Een en ander moet resulteren in duidelijke afspraken rond de verdeling van de verdere begrotingsinspanningen. Het moet tevens voorkomen dat het economisch leven wordt opgezaagd met een té zwaar regelgevend kader en het moet leiden tot beleidssynergieën die uiteindelijk ten goede zullen komen aan iedere gemeenschap of ieder gewest in het land.

4. Conclusie

57. De Belgische economie heeft de crisis relatief goed doorstaan; ze heeft de afgelopen jaren ook bijzonder sterk gepresteerd inzake werkgelegenheidscreatie. Daarbij heeft het economisch verloop in België profijt getrokken van het herstel in het eurogebied en van de krachtige monetairbeleidsstimulans. De sterke banengroei werd bovendien in de hand gewerkt door het economisch beleid van de federale regering. Dat beleid was erop gericht om via loonmatiging en verlaging van de werkgeversbijdragen de vraag naar arbeid te stimuleren en om via belastingverlagingen, loopbaanverlenging en activering van werkzoekenden het arbeidsaanbod te ondersteunen. Daardoor kon een verruiming van het arbeidsaanbod samengaan met een forse daling van de werkloosheid. In België zijn er in vier jaar tijd in totaal maar liefst 220 000 banen bijgekomen. Het overheidstekort is inmiddels teruggedrongen tot 0,7% bbp en de overheidsschuld volgt opnieuw een neerwaarts pad. In 2018 liep ze terug tot 102 % bbp. Het structureel begrotingssaldo is in 2018 evenwel niet langer verbeterd en het bleef achter bij de doelstelling van het in april ingediende Stabiliteitsprogramma. Er moet dus nog een aanzienlijke en volgehouden inspanning worden geleverd om een structureel begrotingsoverschot te bereiken.
58. De financiële sector is inmiddels grondig geherstructureerd en robuuster geworden, zonder dat de kredietverlening aan bedrijven en gezinnen daarbij in het gedrang kwam. Niettemin blijft waakzaamheid geboden voor de nieuwe risico's die zich aandienen, bijvoorbeeld ter zake van de gestegen schuldgraad van de private sector, de lagerenteomgeving, de FinTech-ontwikkelingen, de cybersecurity, de impact van de klimaatopwarming en de energietransitie op de financiële sector of de strijd tegen witwaspraktijken.
59. Het verdere verloop van de Belgische economie zal in de eerste plaats afhangen van de internationale conjunctuur. Daar zijn de onzekerheden en risico's in 2018 aanzienlijk toegenomen, niet het minst wat de verdere escalatie van de handelconflicten betreft, de kwetsbaarheden in de opkomende

economieën – China in het bijzonder – of de weerslag van een no-deal brexit. Het monetair beleid van het Eurosysteem dat, ondanks de start van de normalisatie, nog geruime tijd accommoderend zal blijven, kan ter zake een zeker tegenwicht bieden. De risico's zelf kunnen er echter niet door worden afgewend. Bovendien heeft een klein land zoals België weinig vat op de uitdagingen die zich op wereldschaal manifesteren. Verder werk blijven maken van het eigen groeipotentieel en aanpassingsvermogen is derhalve dé sleutel tot meer groei, welvaart en sociale cohesie.

60. Dat de arbeidsmarkt in 2018 reeds bijzonder krap was, geeft duidelijk weer dat het arbeidsaanbod verder moet worden versterkt. Niet alleen moeten werkzoekenden vlotter hun weg naar een passende baan vinden, ook het aantal mensen dat zich op de arbeidsmarkt begeeft, moet verder naar omhoog. Ze wapenen met de daartoe vereiste vaardigheden is de beste investering in maatschappelijke inclusie en zal ervoor zorgen dat kansen tot vernieuwing, onder meer in het vlak van de digitalisering, maximaal kunnen worden benut. Niet enkel de eigenlijke innovatie is daarbij van belang, middelen moeten ook vlot kunnen verschuiven van minder naar meer productieve activiteiten. De verhoging van de productiviteit kan verder baat vinden bij de verbetering van de kwaliteit van de infrastructuur. De verkeerscongestie verhelpen, de energiebevoorrading garanderen, wonen betaalbaar houden en de overgang maken naar een duurzamere en koolstofarme economie zijn ter zake belangrijke en bovendien onderling verweven uitdagingen. De overheid moet daarbij niet alleen fungeren als investeerder in nieuwe projecten, maar ook en vooral als coördinator van een proces dat tal van bevoegdheidsdomeinen beslaat en dat, via het verstrekken van gepaste prikkels, private initiatieven en gedragspatronen in de juiste richting moet sturen. De overheid moet, ten slotte, verder werk maken van een structureel begrotingsevenwicht waardoor de afbouw van de overheidsschuld zal worden versneld. Door aldus buffers voor de toekomst aan te leggen, zal de economie eventuele schokken beter kunnen opvangen en zal het Belgisch sociaal model bestand zijn tegen de met de vergrijzing gepaard gaande uitdagingen.

Pierre Wunsch
Gouverneur

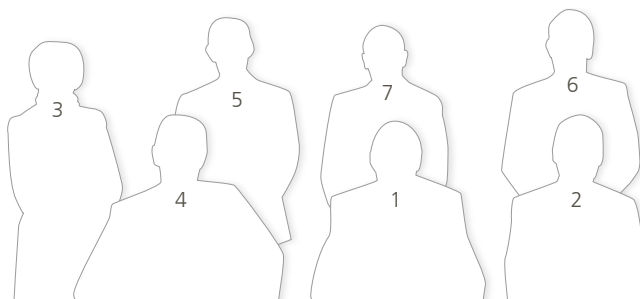
Brussel, 30 januari 2019



Directiecomité



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



* Gouverneur tot 1 januari 2019. De heer Steven Vanackere is op 2 januari 2019 tot directeur benoemd.

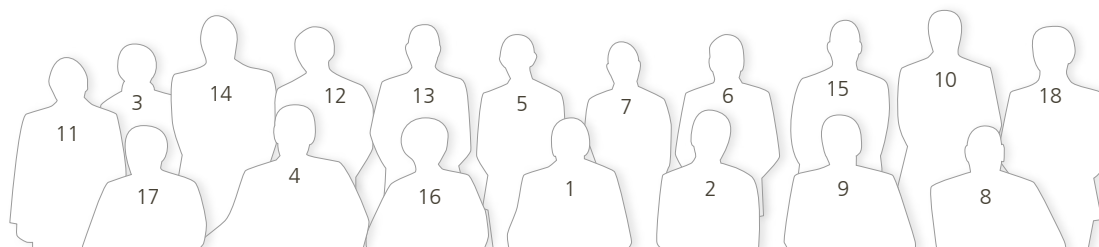
** Gouverneur sinds 2 januari 2019.

*** Directeur Marcia De Wachter heeft op 31 oktober 2018 haar ambt neergelegd.

Regentenraad



- 1 Jan Smets, GOUVERNEUR *
- 2 Pierre Wunsch, VICEGOUVERNEUR **
- 3 Marcia De Wachter, DIRECTEUR ***
- 4 Jean Hilgers, DIRECTEUR – SCHATBEWAARDER
- 5 Vincent Magnée, DIRECTEUR
- 6 Tom Dechaene, DIRECTEUR
- 7 Tim Hermans, DIRECTEUR – SECRETARIS
- 8 Marc Leemans, REGENT
- 9 Pieter Timmermans, REGENT
- 10 Pieter Verhelst, REGENT
- 11 Yves Prete, REGENT
- 12 Cedric Frère, REGENT
- 13 Eric Mathay, REGENT
- 14 Robert Vertenueil, REGENT
- 15 Danny Van Assche, REGENT
- 16 Fabienne Bister, REGENT
- 17 Edwin De Boeck, REGENT
- 18 Hans D’Hondt, VERTEGENWOORDIGER VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN



* Gouverneur tot 1 januari 2019. De heer Steven Vanackere is op 2 januari 2019 tot directeur benoemd.

** Gouverneur sinds 2 januari 2019.

*** Directeur Marcia De Wachter heeft op 31 oktober 2018 haar ambt neergelegd.