



Economische Berichten



■ nr. 35 ■ 3 juli 2015

Waarheen met de Belgische overheidsschuld?

De financiële crisis heeft de Belgische overheidsschuld de voorbije jaren opnieuw fel doen toenemen. De toename sinds 2007 was geringer dan die in de hele eurozone, maar met bijna 107% van het bbp is de Belgische schuldgraad wel nog altijd bij de hoogste in de muntunie. De reeds gerealiseerde begrotingssanering blijft vooralsnog onvoldoende om te beletten dat de schuld verder oploopt. De opbouw van een voldoende hoog primair begrotingsoverschot, zoals vastgelegd in het Stabiliteitsprogramma, moet ervoor zorgen dat de schulddynamiek de komende jaren omkeert. Indien ons land daarin slaagt, dan zal de opvang van de vergrijzingskosten niet onoverkomelijk zijn, temeer daar hervormingen die kosten al een heel stuk naar beneden hebben gebracht. Om de schuldgraad op een voldoende sterk neerwaarts pad te brengen, zal bij een normalisering van de huidige historisch lage rente wel ook het groeipotentieel van de economie moeten worden opgekrikt. Ondanks de hoge, stijgende overheidsschuld sinds 2007 blijft België intussen het marktvertrouwen behouden. Dat houdt mee verband met de relatief gezonde positie van de private sector, waardoor de Belgische economie als geheel zich in een erg positieve netto-vermogenspositie bevindt.

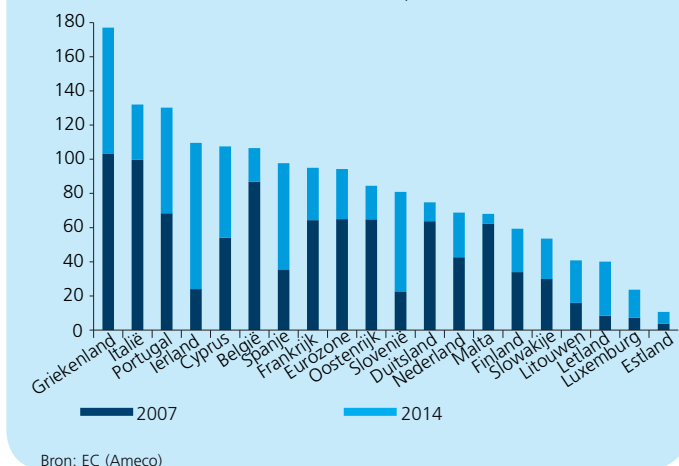
Mede als gevolg van de financiële crisis is het peil van de overheidsschuld in de meeste Europese landen de voorbije jaren ingrijpend toegenomen. In de hele eurozone steeg de schuldgraad tussen 2007 en 2014 met bijna 30 procentpunten tot 94% van het bbp. Tussen de lidstaten waren er evenwel grote verschillen (grafiek 1). Ierland en Griekenland tekenden de sterkste stijging op (+86 respectievelijk +74 procentpunten van het bbp). De kleinste toename was er in Malta (+6 procentpunten). In België was de stijging van de schuldgraad met bijna 20 procentpunten minder uitgesproken dan in de meeste andere eurolanden, ondanks grootschalige interventies in de financiële sector en een financieringstekort van meer dan of circa 3% van het bbp sinds 2009. Enkel in Duitsland, Luxemburg, Malta en Estland was de schuldtoename kleiner.

Dat neemt niet weg dat de Belgische overheidsschuld met 106,6% van het bbp in 2014 nog altijd bij de hoogste blijft in Europa. In de eurozone noteert de schuld enkel in Cyprus,

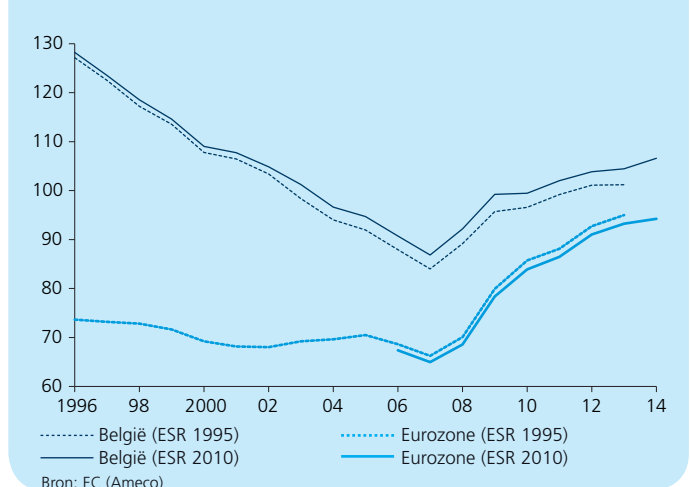
Ierland, Portugal, Italië en Griekenland hoger. Het Belgische schuldniveau nam overigens niet alleen door de crisis toe, maar werd vorig jaar bovendien aanzienlijk naar boven bijgesteld om technische redenen. De bijstelling kwam er na de herindeling door Eurostat van bepaalde instellingen bij de overheidssector, waaronder regionale socialehuisvestingsmaatschappijen en intercommunale bedrijven. Die toevoeging deed de brutoschuld met bijna 7 procentpunten van het bbp stijgen. Dit werd deels gecompenseerd doordat het bbp-niveau - de noemer in de schuldgraad - opwaarts werd herzien door de invoering van het nieuwe boekhoudsysteem ESR2010. Elders in de eurozone kwam de overheidsschuld door de technische aanpassingen gemiddeld iets lager te liggen, waardoor de kloof tussen de Belgische en Europese schuldgraad per saldo verdubbelde (grafiek 2).

De hoge Belgische overheidsschuld is een oud structureel probleem. De afgelopen eeuw zakte de bruto-schuldgraad nooit

Grafiek 1 - Evolutie overheidsschuldgraad tijdens de financiële crisis
(in % van het bbp)



Grafiek 2 - Overheidsschuld ESR 1995 versus ESR 2010
(in % van het bbp)



substantieel of langdurig beneden de 60%-grens die Europa als cijferdoel vooropstelt (grafiek 3). Enkel tussen het midden van de jaren 60 en het einde van de jaren 70 lag de ratio een tijdlang in de buurt daarvan. Het gemiddelde peil van de schuldgraad bedroeg sinds 1920 bijna 90% van het bbp. De netto-overheidsschuld, d.i. de bruto-schuld verminderd met de activa van de overheid (bijv. aandelen in bedrijven of banken), lag tot het einde van de jaren 70 wel substantieel lager dan 60% van het bbp. Tijdens de jongste financiële crisis liep de netto-schuld maar half zo sterk op als de bruto-schuld, doordat de overheidsinterventies in de financiële sector gepaard gingen met de verwerving van aandelen in banken.

Determinanten

De dynamiek van de overheidsschuld is in essentie het gevolg van opeenvolgende overheidssaldi. Deze zogenoemde *endogene* schuldverandering wordt concreet bepaald door een wisselwerking tussen enerzijds de omvang van het primair saldo (d.i. het saldo ongerekend de rentelasten op de schuld) en anderzijds het verschil tussen de impliciete rente op de schuld en de nominale groei van het bbp. Mathematisch wordt de endogene verandering weergegeven door:

$$D_t - D_{t-1} = D_{t-1} \times (i_t - g_t) / (1 + g_t) - P_t$$

waarbij:

- D_t, D_{t-1} = de schuldgraad op het einde van jaar t respectievelijk t-1
- i_t = de impliciete rente op de overheidsschuld in jaar t (d.w.z. de rentebetalingen in jaar t gedeeld door de schuld in jaar t-1)
- g_t = de nominale bbp-groei in jaar t
- P_t = het primair saldo in jaar t

De formule toont aan dat zelfs bij afwezigheid van een primair tekort de schuldgraad toeneemt wanneer de rente op

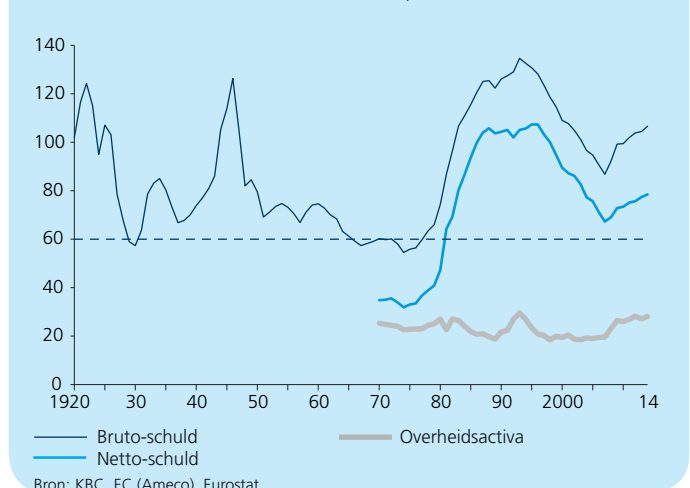
de uitstaande overheidsschuld de nominale groei van het bbp overtreft. Dit mechanisme van het automatisch aandikken van de schuld noemt men het *sneeuwbaaleffect*. In de praktijk corrigeert men doorgaans voor inflatie en is de conclusie dat een omgeving van hoge reële rentes en lage reële economische groei bijzonder nefast is voor de schuldynamiek.

Indien er daarbovenop ook nog een primair tekort is, zal dit de schuldgraad nog meer doen aanzwellen. Uit bovenstaande formule kunnen we afleiden wat het vereiste primair overschot voor schuldstabilisatie is wanneer de impliciete rente hoger is dan de economische groei:

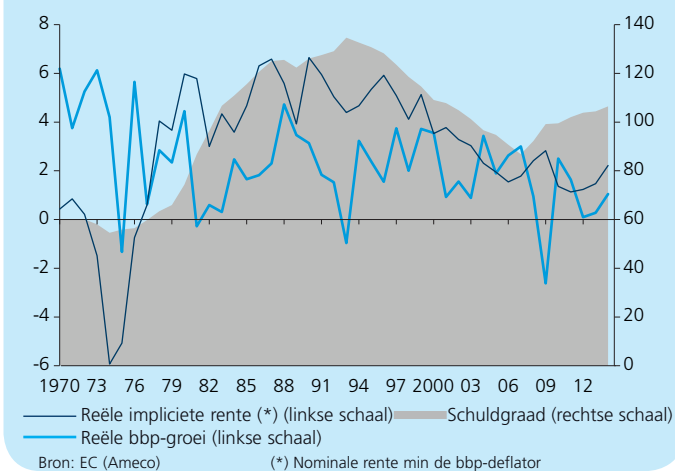
$$P_t = D_{t-1} \times (i_t - g_t) / (1 + g_t)$$

Des te groter het verschil tussen de rente en de groei, en des te hoger de schuldgraad uit het verleden, des te het hoger het primair overschot moet zijn om de schuld te stabiliseren.

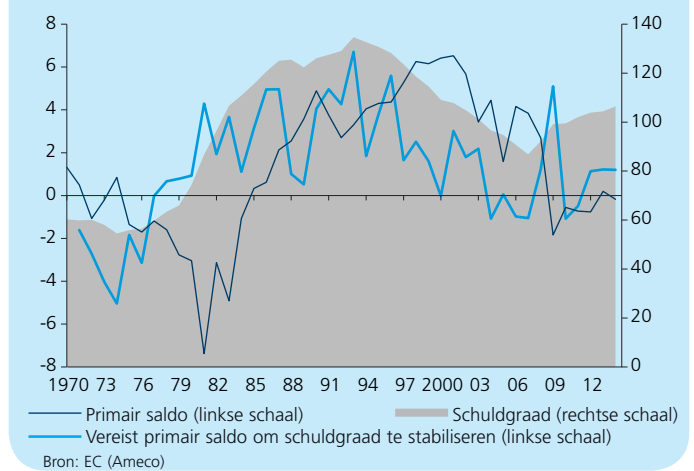
Grafiek 3 - Bruto- en netto-schuld van de Belgische overheid
(in % van het bbp)



Grafiek 4 - Mechanisme van de rentesneeuwbal in België
(in % van het bbp)



Grafiek 5 - Primaire saldo en schuldstabilisatie in België
(in % van het bbp)

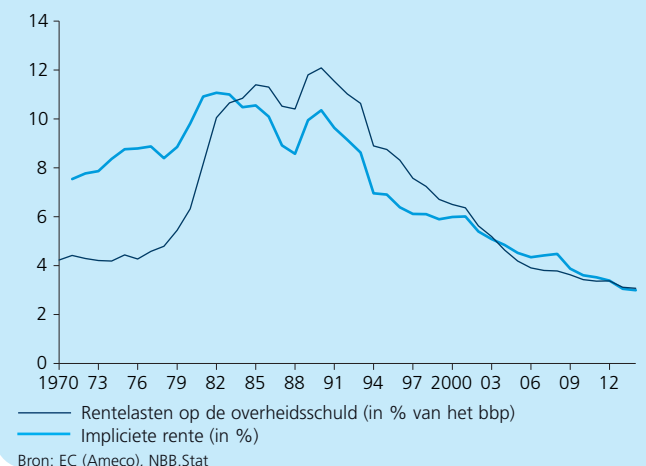


Grafieken 4 en 5 tonen de relevante gegevens voor België. Vanaf 1978 tot 2003 was altijd aan de voorwaarde voor een cumulatieve stijging van de schuldgraad via het sneeuwbalmechanisme voldaan. In die periode bedroeg de jaarlijkse groei van het reële bbp gemiddeld 2,0%, terwijl de gemiddelde reële impliciete rente 4,8% beliep. Belangrijk tegen deze achtergrond is de evolutie van het primair saldo. Tot het midden van de jaren 80 werden primaire tekorten opgetekend, met een piek van -7,4% in 1981. De combinatie van deze factoren zorgde voor een explosief oplopende schuldgraad tot 132% in 1994. In feite had de begroting al sinds 1978 een primair overschot moeten hebben om de schuldgraad te stabiliseren. Dat overschot kwam er vanaf 1985 en was op het einde van de jaren 80 zelfs even voldoende groot om het sneeuwbalmechanisme te stoppen. Dat was toen uitsluitend te danken aan de gunstige conjunctuur. De rentestijging en conjunctuurverzwakking bij het begin van de jaren 90 deden de schuldgraad opnieuw toenemen, maar vanaf 1994 tot vóór de crisis in 2007 lag het primair overschot ieder jaar boven het niveau dat nodig was om de schuldgraad te stabiliseren. De ombuiging van de schuld vanaf het midden van de jaren 90 werd ondersteund door de neerwaartse tendens van de impliciete rente op de uitstaande schuld (grafiek 6).

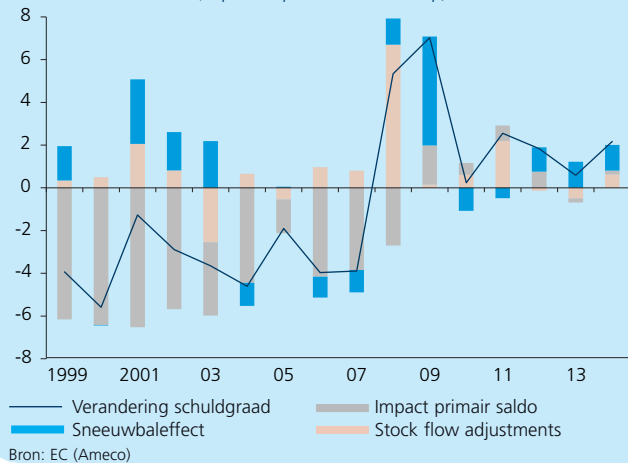
De financiële crisis deed de schuld vanaf 2008 opnieuw oplopen. In 2008-2009 en 2012-2014 lag de reële bbp-groei beneden de reële impliciete rente en vanaf 2009 werden ook opnieuw primaire tekorten geboekt. Mede door de zwakke economische groei was het saneringsbeleid van de voorbije jaren ontoereikend om het primair saldo te verbeteren tot het voor de stabilisatie van de schuldgraad vereiste niveau. Aan de forse terugval van het primair saldo in 2009 ging trouwens al eerder een trendmatige verslechtering vooraf, een uiting van besparingsmoeheid na de invoering van de euro die zich ook in andere eurolanden voordeed.

Grafiek 7 toont de bijdragen van de endogene factoren aan de verandering van de schuldgraad sinds 1999 (het sneeuwbalmechanisme en de impact van het primair saldo, dat zijn respectievelijke termen $D_{t-1} \times (i_t - g_t) / (1 + g_t)$ en $-P_t$ in bovenstaande formule), aangevuld met het effect van exogene schulddeterminanten. Die laatste, ook *stock flow adjustments* genoemd, beïnvloeden de schuld rechtstreeks, dus niet via het begrotingssaldo, en betreffen doorgaans het verwerven of verkopen van activa door de overheid (1). In volle crisis 2008-2009 betrof het kapitaalinjecties in Belgische financiële instellingen. Later kocht de overheid Dexia Bank België (nu Belfius), kon zij een groot deel van het kapitaal dat nodig was om KBC te ondersteunen recupereren en verkocht zij haar belang in BNP Paribas Fortis en deels dat in Royal Park Investments (de *bad bank* van het voormalige Fortis). Verder had de crisis een impact op de schuld via directe steun aan Griekenland, Ierland en Portugal en via bijdragen aan de Europese noodfondsen EFSF en ESM. Per saldo deden *stock flow adjustments* de schuld vooral in 2008 en 2011 stevig oplopen.

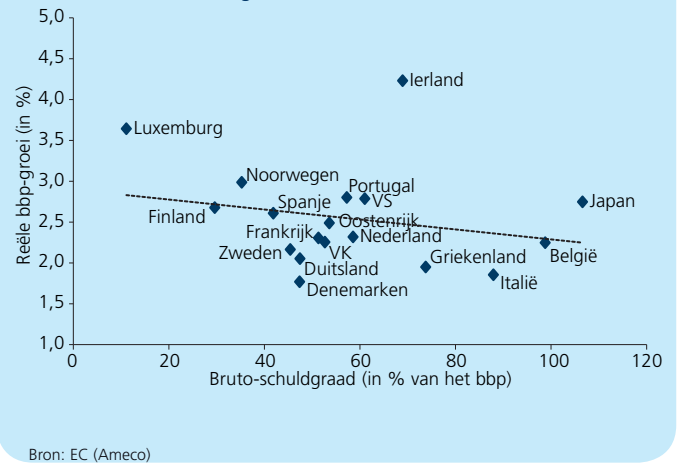
Grafiek 6 - Rentelasten en impliciete rente op de Belgische overheidsschuld



Grafiek 7 - Bijdragen aan de verandering van de Belgische overheidsschuld
(in procentpunten van het bbp)



Grafiek 8 - Verband overheidsschuldgraad en economische groei
(gemiddelde 1970-2014)



Gevolgen en risico's

Een hoog oplopende overheidsschuld houdt belangrijke economische gevolgen en risico's in. Vooreerst zal er dan twijfel ontstaan over de houdbaarheid van de schuld, meer bepaald over de aflossing en rentebetalingen. Doorgaans is dat vooral het geval wanneer een groot deel van de schuld in buitenlandse handen is en/of in vreemde munt is aangegaan (zie verder). De twijfel wordt nog verscherpt wanneer er zich hoge aan de vergrijzing verbonden kosten aandienen. Finaal kan het ganse financiële systeem in crisis geraken, omdat banken traditioneel grote afnemers zijn van overheidsschuld waarin ze een deel van de ingezamelde spaardeposito's beleggen. De aanpassingen die vereist zijn om een uit de hand gelopen schuldpositie af te bouwen, zijn meestal substantieel en dramatisch voor de bevolking. De recente overheidsschuldencrisis in de eurozone, en Griekenland in het bijzonder, vormt hiervan een pijnlijke illustratie.

Een hoge schuld maakt de overheidsfinanciën ook kwetsbaar voor een rentestijging. Een groter deel van de ontvangsten moet dan dienen om de rentebetalingen te verzorgen, zodat andere uitgaven, vaak ook de meer productieve zoals investeringen in infrastructuur, in de verdrinking komen (het zogenoemde koekoekseffect), tenzij de belastingdruk wordt opgevoerd. Bij een fel oplopende schuld zullen rentes op hun beurt de neiging vertonen om te stijgen, wat een rem zet op private investeringen. De economische groei kan door dit alles negatief worden beïnvloed. Dat is nog meer het geval, wanneer burgers meer gaan sparen als anticipatie op een hogere toekomstige belasting om de hoge schuld te kunnen aflossen (het zogenoemde Ricardiaanse equivalentietheorema).

Over de mate waarin een hoge overheidsschuld de groei fnuikt, lopen de meningen evenwel uiteen. Kumar & Woo (2010), Reinhart & Rogoff (2010) en Cecchetti, Mohanty & Zampolli

(2011) suggereren een negatief, niet-lineair verband waarbij de groei veel zwakker wordt naarmate de schuldgraad erg hoog oploopt. Die mag dan een kritiek niveau - ergens tussen 90% en 100% - niet overschrijden, wil men een sterk negatieve invloed op de groei vermijden. Anderen, waaronder Krugman (2010) en Panizza & Presbitero (2012), trekken die conclusie in twijfel. Hun kritiek betreft het causaal verband. Het is niet omdat er een verband tussen hoge schuld en lage groei wordt vastgesteld dat de lage economische groei door de hoge schuld werd veroorzaakt. Het kan dat omgekeerd lage groei leidt tot hoge overheidsschulden, omdat er minder belastingen worden geïnd en er meer uitgaven worden gedaan. Een andere kritiek is dat, als de kritische drempel al bestaat, die per land verschilt, afhankelijk van specifieke economische en institutionele kenmerken. Factoren zoals zwakke instellingen, een gering concurrentievermogen of een kwetsbare bankensector zijn mee bepalend voor de omvang van het effect dat een hoge overheidsschuld op de economische groei uitoefent. Ook de perceptie door de financiële markten van het solvabiliteitsrisico en van de algemene economische stabiliteit van het land in kwestie is een cruciaal element (2). Grafiek 8 bevestigt dat het negatieve verband tussen schuld en groei bij de groep van Europese landen, de VS en Japan niet zo sterk en eenduidig is.

Structuurkenmerken

Als gevolg van de internationalisering van kapitaalmarkten is het buitenlands bezit van Belgische overheidsschuld sinds het midden van de jaren 90 fors toegenomen (grafiek 10). Die ontwikkeling maakt de Belgische overheid kwetsbaarder voor wisselingen in het sentiment van buitenlandse beleggers (3). Het valt in dat opzicht op dat het percentage overheidsschuld in buitenlandse handen na het ontstaan van de crisis in 2008 snel terugviel. Op het moment van de plotselinge stijging van de risicopremies op Belgische overheidsobligaties eind 2011 lag het aandeel schuld in buitenlands bezit 12 procentpunten lager

Voorwaardelijke en impliciete verplichtingen

Los van de effectief aangegane schuld stelt de overheid zich vaak ook garant voor risico's van anderen of gaat zij verplichtingen aan die in het lopende begrotingsjaar nog niet tot uitgaven leiden. Deze zogenoemde voorwaardelijke verplichtingen (*contingent liabilities*) maken geen expliciet deel uit van de overheidsschuld, maar vormen wel een potentiële schuld, ook impliciete schuld genoemd. Zij kunnen de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in het gedrang brengen, wanneer het grote bedragen betreft en de geboden waarborgen effectief zouden worden ingeroepen of aan de verplichtingen effectief moet worden voldaan.

Voor de overheid is het verlenen van waarborgen een beleidsinstrument om risicovolle activiteiten met een duidelijk publiek belang te ondersteunen. Het betreft hier risico's die ondernemers of particuliere verzekeraars zelf niet kunnen of willen dragen. Voorbeelden zijn de verzekering van risico's verbonden aan buitenlandse handelstransacties (niet-betaling van levering van goederen, risico van deviezen-schaarste, enz.) of waarborgen bij kredieten aan beloftevolle jonge ondernemingen. Om te vermijden dat de overheidsfinanciën te zeer zouden worden belast, dat overdreven risicovol gedrag zou ontstaan of de allocatie zou worden verstoord, dient de overheid selectief om te springen met dergelijke verplichtingen. Daarom staat er meestal een marktconforme premie tegenover die voor begrotingsinkomsten zorgt.

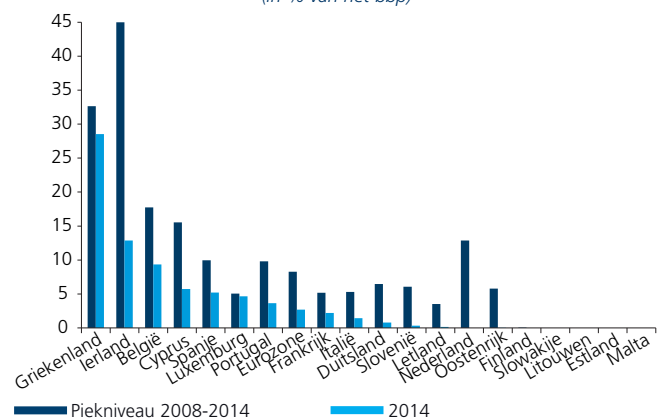
De overheid gaat ook verplichtingen aan met betrekking tot internationale financiële instanties zoals het Internationaal Monetair Fonds (IMF) of meer recent de Europese noodfondsen (EFSF en ESM). Wanneer deze instanties om het geld vragen, ziet de overheid zich verplicht deze middelen over te maken. In het kader van de financiële crisis hebben Europese overheden vanaf 2008 extra garanties verstrekt om de stabiliteit van het financiële stelsel te vrijwaren. Dat gebeurde via de oprichting van het vermelde EFSF/ESM, maar ook op nationaal vlak vooral in de vorm van waarborgen op interbankenleningen en op gestructureerde risicovolle activa van financiële instellingen. Grafiek 9 toont de uitstaande voorwaardelijke verplichtingen die de Europese landen zijn aangegaan in het kader van de financiële crisis. Het garantietotaal voor de Belgische overheid liep vergeleken met de meeste andere landen fors op. Op de piek in 2009 bedroeg het 18% van het bbp. De verplichtingen

zijn sindsdien sterk verminderd en betreffen enkel nog de waarborgregeling voor Dexia. Met ruim 9% van het bbp lagen zij in 2014 niettemin nog drieënhalve keer zo hoog als in de gehele eurozone en vormden zij het hoogste niveau na Ierland en Griekenland.

Volledigheidshalve dient vermeld dat de impliciete overheids-schuld in ruime zin erg hoog kan oplopen. Zo bieden alle Europese overheden ook een bepaalde bescherming voor de tegoeden van rekeninghouders in geval een financiële instelling failliet zou gaan. Zij willen hiermee vermijden dat een massale opname van tegoeden (*bank run*) zou ontstaan en de financiële stabiliteit in het gedrang zou komen. In ruime zin worden soms ook niet-gedekte toekomstige verplichtingen voortvloeiend uit de vergrijzing van de bevolking in de impliciete schuld meegerekend. Zonder verdere beleidsaanpassingen creëert de vergrijzing in de meeste landen immers een verhoging van de uitgaven, vooral inzake pensioenen en gezondheidszorg. Wanneer alle dergelijke latente, toekomstige verplichtingen worden meegenomen, dan zou volgens een studie van Raffelhüschen & Moog (2010) de totale schuld van de Belgische overheid ruim viermaal hoger liggen dan haar expliciete schuld.

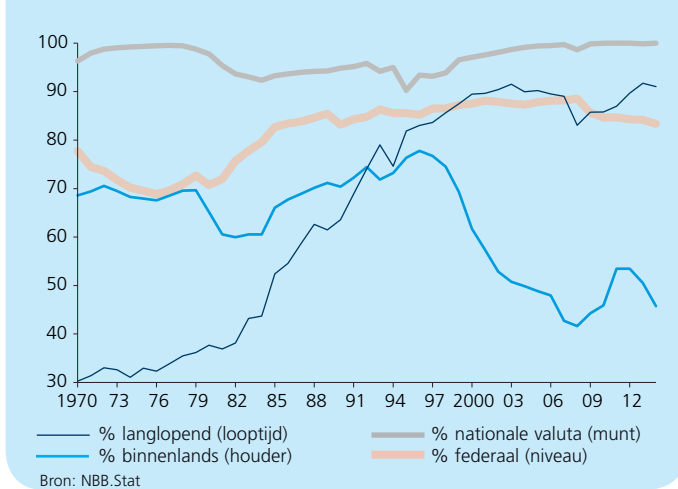
De uitstaande voorwaardelijke verplichtingen aangegaan in het kader van de financiële crisis lagen in 2014 nog drieënhalve keer zo hoog als in de gehele eurozone en vormden het hoogste niveau na Ierland en Griekenland.

Grafiek 9 - Uitstaande voorwaardelijke verplichtingen aangegaan in het kader van de financiële crisis (in % van het bbp)



Bron: Eurostat

Grafiek 10 - Kenmerken van de Belgische overheidsschuld
(in % schuld van de totale overheid)

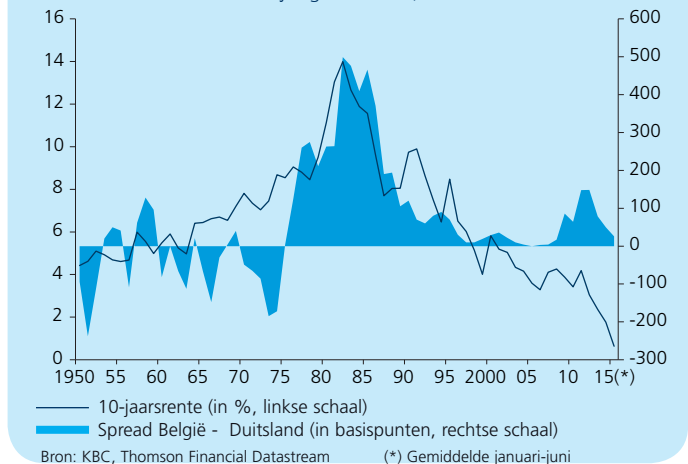


dan vóór het uitbreken van de crisis. Nadien kwam opnieuw een groter deel in buitenlandse handen. Ondanks de hoge, oplopende overheidsschuld blijft België het marktvertrouwen behouden. Afgezien van kortetermijnschommelingen, deels te wijten aan de perikelen rond Griekenland, bedroeg de rentespread van de 10-jaarse OLO tegenover de 10-jaarse Duitse Bund het afgelopen halfjaar rond slechts 25 basispunten.

België geniet momenteel historisch lage financieringskosten (grafiek 11). De overheid heeft van de huidige lagerenteomgeving gebruik gemaakt om de uitstaande schuld tegen zeer lage rentevoeten te herfinancieren. De gewogen gemiddelde looptijd van de federale schuldportefeuille (die 83% van de totale schuld van België vertegenwoordigt) nam daarbij toe van minder dan 6 jaar in 2009 tot 7,7 jaar eind 2014. Dat is een van de langste looptijden van schuldportefeuilles in de eurozone. Het herzettingsrisico van de federale schuld (d.i. het aandeel dat binnen een bepaalde periode vervalt of wijzigingen in de rentetarieven zal kennen wegens een variabele rente) op 12 en 60 maanden daalde van respectievelijk 20% en 57% eind 2012 16% en 46% eind 2014. De combinatie van lage rentes en lange looptijden houdt een aanzienlijke besparing in op de toekomstige rentebetalingen. Ook de voorbije jaren kon de Belgische overheid haar rentelasten verder verlagen, zelfs nadat de schuld opnieuw begon te stijgen.

Hoewel het renterisico is afgenomen, zou een langere periode van beduidend hogere rentes grote gevolgen hebben voor de Belgische overheidsfinanciën. De jaarlijkse herfinancieringsbehoefte, zo'n 15% van het bbp voor het federaal niveau alleen, blijft immers aanzienlijk. Nieuwe onrust op de financiële markten met hogere risicopremies zou de rentelasten bijgevolg snel opnieuw kunnen doen oplopen. In haar Stabiliteitsprogramma gaat de Belgische overheid ervan uit dat de sanering van de begroting door een verdere daling van de rente-uitgaven (van 2,8% van het bbp in 2015 tot 2,1% in 2018) wordt onder-

Grafiek 11 - Langetermijnperspectief van de Belgische obligatierente
(jaargemiddelden)



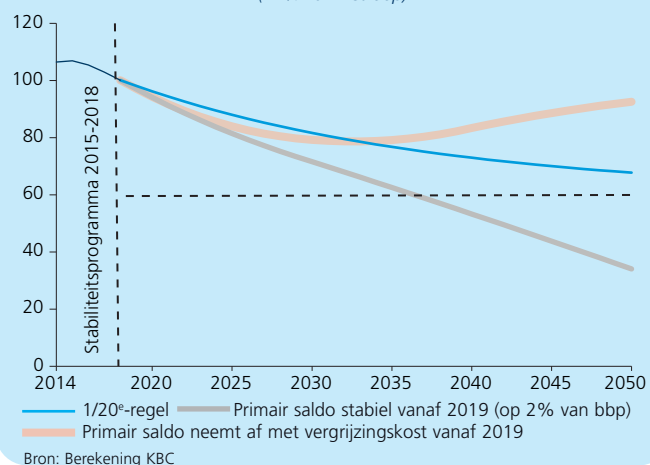
steund. Onderliggend is er de assumptie dat de langetermijnrente tegen 2018 nog altijd maar 1,2% bedraagt, wat weinig waarschijnlijk is (de Belgische tienjaarsrente bereikte in juni reeds dat niveau). Indien de rente-uitgaven hoger zouden uitvallen, dan moeten die worden gecompenseerd door hogere belastingen en/of bezuinigingen, die op hun beurt de economische groei zouden aantasten. Hogere rentebetalingen aan het buitenland zouden bovendien de externe positie van ons land terug doen verslechteren (4).

Houdbaarheid op lange termijn

De realisatie van de middellangetermijndoelstelling (MTO) voor het structureel begrotingssaldo - een overschot van 0,75% van het bbp in 2019 - zou de Belgische schuldgraad vanaf 2016 doen ombuigen en in 2019 door de symbolische grens van 100% doen zakken. Vanaf het behalen van de MTO moet de verdere schuldafbouw plaatsvinden volgens de nieuwe Europese 1/20^e-schuldregel. Die stelt dat de schuldgraad jaarlijks met minimaal 1/20^e van het verschil met de 60%-waarde moet dalen. Indien de Belgische overheid er vanaf 2019 in zou slagen om het dan bereikte primair overschot (zo'n 2% van het bbp) vast te houden, dan zal de effectieve schuldvermindering de vermindering die wordt opgelegd door de 1/20^e-regel ruim overtreffen (grafiek 12). De schuldgraad zou dan in 2037 beneden 60% van het bbp zakken. Bij deze simulatie veronderstellen we dat de nominale bbp-groei vanaf 2019 3,5% per jaar zal bedragen (1,5% reële groei en 2% inflatie) en dat de impliciete rente op de schuld zal tenderen richting 4% in 2030 en daarna op dat peil blijft.

Het vasthouden van het primair overschot zal evenwel een moeilijke opgave blijken, aangezien België kampt met bovengemiddelde te verwachten kosten van de vergrijzing. Volgens het Federaal Planbureau zullen die jaarlijkse kosten bij ongewijzigd beleid met 3% van het bbp toenemen tot een piek

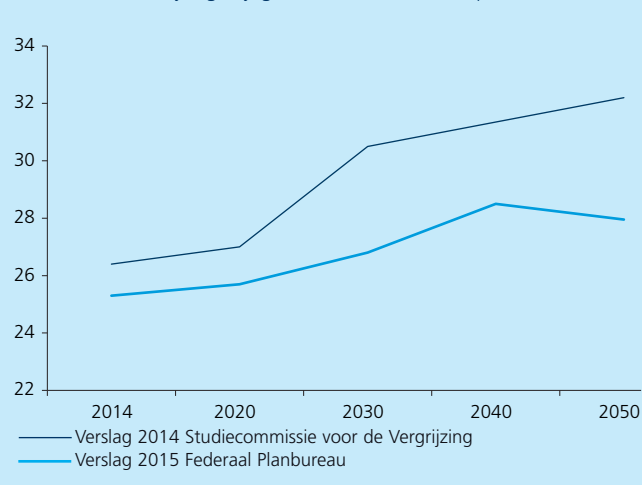
Grafiek 12 - Scenario's Belgische overheidsschuld na realisatie Stabiliteitsprogramma (in % van het bbp)



in 2040 (tegen 2030 bedraagt de toename 1,5% van het bbp). De raming is een update van het laatste verslag van de Studiecommissie voor de Vergrijzing uit 2014 en schat de kost lager in dankzij de hervormingen van de regering Michel (grafiek 13). Als we de kosten, zoals geraamd door het Planbureau, vanaf 2019 op het primair saldo laten inwerken, dan zal de schuldgraad na 2030 opnieuw oplopen (grafiek 12). Met een impliciete rente hoger dan de nominale bbp-groei zal de rentesneeuwbal terug aan het rollen gaan en het primair saldo is dan niet langer groot genoeg om de schuldgraad te stabiliseren. Na 2030 zal ook niet langer aan de Europese 1/20^e-regel worden voldaan.

De toename van de vergrijzingskosten is vooral voor rekening van de federale overheid. Terwijl die nog voor 83% verantwoordelijk is voor de totale schuld (grafiek 10), zal haar aandeel in de totale inkomsten vanaf 2015 nog maar minder dan 60% bedragen. De smaller wordende belastingbasis op federaal niveau vormt een bijkomende uitdaging voor de verdere afbouw van de Belgische schuld op lange termijn. De jongste staatshervorming pakt deze uitdaging deels aan door de overdrachten van het federale naar het regionale niveau in te perken. Daar staat tegenover dat de gemeenschappen en gewesten een extra saneringsinspanning te verwerken krijgen, terwijl zij bevoegd zijn voor de meest groeibevorderende uitgaven, waaronder investeringen in onderwijs en infrastructuur. Dat doet ook vragen rijzen over de toekomstige evolutie van de macro-economische schulddeterminanten, met name de economische groei, inflatie en rente. De lopende saneringsinspanningen worden ondersteund door de lage rente, maar bemoeilijkt door een lage inflatie en zwakke bbp-groei. Bij een normalisering van de huidige historisch lage rente zal, om de schuldgraad op een voldoende sterk neerwaarts traject te brengen, het groeipotentieel van de economie moeten worden versterkt.

Grafiek 13 - Vergrijzingsgerelateerde overheidsuitgaven (bij ongewijzigd beleid, in % van het bbp)



In grafiek 14 simuleren we de schulddynamiek van een groep eurolanden, ervan uitgaande dat het in 2014 bereikte primair saldo vanaf 2015 verslechtert ten belope van de door de Europese Commissie verwachte vergrijzingskosten (2015 Ageing Report). Die laatste liggen voor België hoger dan de door het Planbureau geraamde vergrijzingskosten, omdat de Commissie de hervormingen van de regering Michel nog niet in rekening brengt. We tonen daarom voor België ook de schulddynamiek uitgaande van de door het Planbureau geraamde kosten. Verder gaan we ervan uit dat de reële bbp-groei in de landen verloopt volgens de korte- en langetermijnvooruitzichten van de Commissie. Voor inflatie nemen we de kortetermijnvooruitzichten van de Commissie tot 2016 en daarna jaarlijks 2% tot 2030. Voor de impliciete rente op de schuld veronderstellen we eerst nog een kleine daling met 0,2 procentpunt tot 2018, ingegeven door het feit dat overheden zich nog een tijdje goedkoop kunnen (her)financieren, en daarna een stijging met één procentpunt tegen 2030, in lijn met de verwachte stijging

Grafiek 14 - Scenario overheidsschuld bij ongewijzigd beleid en met impact van de vergrijzingskosten (in % van het bbp)



van de langetermijnrente. Tabel 1 vat de assumpties samen (5).

Grafiek 14 toont dat, gegeven de assumpties, de schuldgraad in de meeste landen oploopt, maar geen onhoudbaar verloop kent. Landen met als uitgangspunt een primair tekort in 2014 en bijkomend relatief sterk oplopende vergrijzingskosten – vooral Finland en in mindere mate Frankrijk en Spanje – zien hun schuldgraad het sterkst toenemen. Voor België blijft de schuldtoename al bij al beperkt wanneer we uitgaan van de door het Planbureau geraamde vergrijzingskosten. De situatie van Duitsland illustreert dat de opbouw van een voldoende hoog primair overschot een buffer biedt tegen stijgende vergrijzingskosten en de schuldgraad op een neerwaarts pad kan houden. Uiteraard is de simulatie gevoelig voor de gemaakte macro-economische assumpties. In een omgeving van tragere economische groei, lagere inflatie en sterkere rentestijging zou de schuldynamiek nefaster zijn dan in de grafiek getoond.

Gezonde private sector

De grote uitdaging voor België bestaat erin om de komende jaren een primair begrotingsoverschot op te bouwen in lijn met de doelstelling in het Stabiliteitsprogramma (d.i. een surplus van circa 2% tegen 2018). Indien ons land daarin slaagt, dan zal de opvang van de vergrijzingskosten niet onoverkomelijk zijn, temeer daar de hervormingen van de vorige en vooral huidige regering

Tabel 1 - Hypothesen bij de simulatie van de overheidsschuld in een groep eurolanden

	Primair saldo	Toename vergrijzingskosten	Groei reëel bbp	Inflatie (bbp-deflator)	Impliciete rente
	2014 (in % bbp)	2013-2030 (in % bbp)	gemiddelde 2015-2030 (in %)		
België	-0,2	3,3/1,5 (*)	1,5	1,9	3,2
Duitsland	2,4	2,6	1,2	2,0	2,5
Ierland	-0,1	1,7	1,9	2,0	3,7
Spanje	-2,5	-2,1	1,9	1,8	3,8
Frankrijk	-1,8	0,3	1,6	1,9	2,6
Italië	1,6	-0,1	1,2	1,9	3,8
Luxemburg	1,0	2,8	3,0	1,8	1,8
Nederland	-0,8	0,8	1,2	1,8	2,4
Oostenrijk	0,0	1,2	1,5	1,9	3,2
Portugal	0,5	0,4	1,5	1,9	4,1
Finland	-1,9	3,7	1,1	1,9	2,5
Eurozone	0,2	1,0	1,4	1,8	3,1

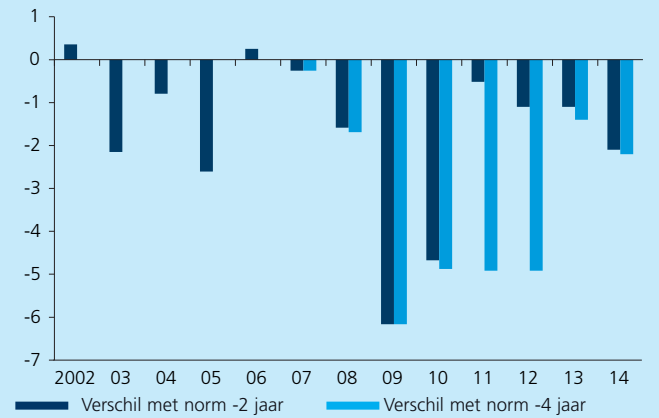
(*) Eerste cijfer EC, tweede cijfer Federaal Planbureau
Bron: Europese Commissie

Indien België erin slaagt een voldoende hoog primair overschot op te bouwen, dan zal de opvang van de vergrijzingskosten niet onoverkomelijk zijn, temeer daar de hervormingen van de vorige en vooral huidige regering die kosten al een heel stuk naar beneden hebben gebracht.

die kosten al een heel stuk naar beneden hebben gebracht. Om de schuldgraad op een voldoende sterk neerwaarts pad te brengen, zal bij een normalisering van de huidige historisch lage rente wel ook het groeipotentieel van de economie moeten worden opgekrikt. De realisatie van het voorliggend Stabiliteitsprogramma vraagt nog een grote bijkomende saneringsinspanning en is dus minder evident dan op het eerste gezicht lijkt. De Belgische overheid heeft op dat vlak overigens een slechte track-record, in die zin dat de in eerdere Stabiliteitsprogramma's vooropgestelde normen in het verleden nagenoeg nooit werden gehaald (grafiek 15).

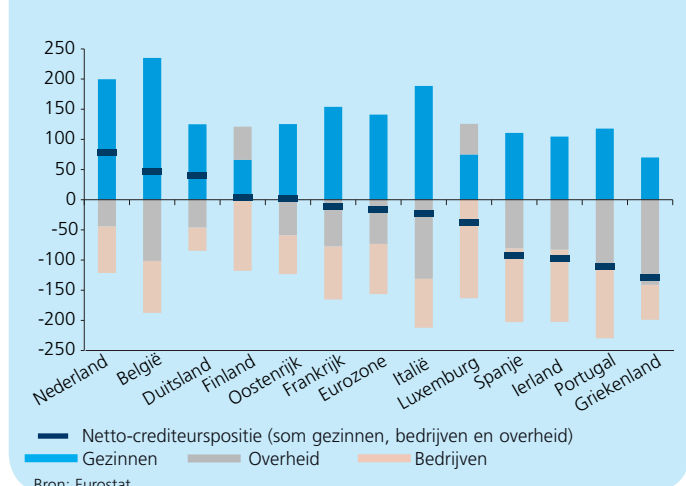
De met de huidige hoge schuld gepaard gaande economische

Grafiek 15 - Afwijking werkelijk begrotingssaldo van norm die 2 resp. 4 jaar eerder werd vooropgesteld in Stabiliteitsprogramma (in % van het bbp)



Bron: Stabiliteitsprogramma's, NBB.Stat

Grafiek 16 - Netto financiële activa/passiva per sector (2014, in % van het bbp, niet-geconsolideerd)



Bron: Eurostat

risico's mogen ten slotte niet worden overroepen, gezien de gunstige algemene financiële situatie van de Belgische economie. Tegenover de relatief hoge publieke schuld staat immers een relatief gezonde private sector. Hierdoor bevindt de economie zich als geheel (gezinnen, bedrijven en overheid samen) in een erg positieve financiële netto-vermogenspositie. In 2014 bedroeg die 47% van het bbp, tegenover een netto-schuldpositie van 15% voor de hele eurozone (grafiek 16). Na Nederland is dat het hoogste cijfer binnen de eurozone. Deze gunstige algemene positie dankt België aan de hoge netto-vermogens

van de gezinnen (235% van het bbp, tegenover 141% in de eurozone), die de netto-schulden van de overheids- en bedrijvensector ruim compenseren. De schuldenlast van de Belgische bedrijven is in de niet-geconsolideerde cijfers bovendien kunstmatig opgeblazen door het bestaan van een groot aantal groepsinterne leningen, een gevolg van onder meer het unieke systeem van de notionele interestaftrek.



Johan Van Gompel
johan.vangompel@kbc.be

Referenties

- Cecchetti, S., Mohanty, M. en Zampolli, F. (2011), 'The real effects of debt', BIS Working Papers, nr. 352.
Europese Commissie (2015), 'Landverslag België 2015 met diepgaande evaluatie betreffende de preventieve en correctieve van macro-economische onevenwichtigheden'.
Europese Commissie (2015), 'The 2015 Ageing Report: economic and budgetary projections for the 28 EU Member States 2013-2060'.
Federaal Planbureau (2015), 'De budgettaire gevolgen van de vergrijzing voor België tot 2060: raming van maart 2015 met de hervormingen van de regering Michel'.
Krugman, P. (2010), 'Reinhart and Rogoff are confusing me', New York Times, 11 augustus.
Kumar, M. en Woo, J. (2010), 'Public debt and growth', IMF Working Papers, nr. 174.
Panizza, U. en Presbitero, A. (2012), 'Public debt and economic growth: Is there a causal effect?', MoFIR Working Paper, nr. 65.
Raffelhüschen, B. en Moog, S. (2010), 'Ehrbarer Staat? Finanzpolitik in der Krise', Zeitschrift für Staats- und Europawissenschaften, nr. 7(3-4), p. 520-538.
Reinhart, M. en Rogoff, K. (2010), 'Growth in a time of debt', NBER Working Paper Series, nr. 15639.

- (1) *Stock flow adjustments* kunnen in principe ook het gevolg zijn van wisselkoerswijzingen op de in buitenlandse munt aangegane schuld. Voor België speelt dit effect evenwel niet langer, aangezien de overheidsschuld in vreemde munten werd afgebouwd (zie grafiek 10).
(2) Het debat werd enkele jaren geleden nog aangewakkerd toen bleek dat de studie van Reinhart & Rogoff gedeeltelijk was gebaseerd op foute gegevens. Hun regel dat de economie veel trager groeit eens de overheidsschuld meer dan 90% van het bbp bedraagt, bleek niet langer scherp te gelden.
(3) Ook een hoge schuld in handen van binnenlandse residenten is niet zonder problemen. Zij gaat immers gepaard met aanzienlijke verdelingseffecten, van belastingbetalers naar instrestgenieters (er zijn immers bijkomende belastingen nodig om instresten uit te betalen) of van toekomstige generaties naar de huidige generatie (in zoverre in de toekomst extra belastingen zullen vereist zijn om de terugbetaling van hoofdsom en instresten mogelijk te maken).
(4) Ook de Europese Commissie verwees in haar jongste evaluatie van de macro-economische onevenwichtigheden in België expliciet naar deze risico's. Zie EC (2015).
(5) Gezien de onduidelijkheid over het primair saldo in 2014 en de kunstmatig lage impliciete rente die het land momenteel kent, laten we Griekenland in de simulatie buiten beschouwing.

Onze webstek www.kbceconomics.be houdt u op de hoogte van alle analyses en vooruitzichten van de KBC-economisten.

Voor vragen i.v.m. de inhoud van deze publicatie kunt u terecht bij: Johan Van Gompel (32) (0)2 429.59.54
E-mail: johan.vangompel@kbc.be

Verantwoordelijke uitgever: Johan Van Gompel, Havenlaan 2, B-1080 Brussel
Correspondentieadres & abonnementenbeheer: KBC Groep NV, SOMA, Havenlaan 2, 1080 Brussel,
E-mail: economic.research@kbc.be

Deze publicatie komt tot stand op de strategieafdeling van KBC Groep. Noch de mate waarin de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen, noch de mate waarin zij in de realiteit zullen tot uiting komen, kunnen worden gewaarborgd. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen en louter informatief. Ze mogen niet worden beschouwd als beleggingsadvies conform de Wet van 6 april 1995 inzake secundaire markten, het statuut van en het toezicht op beleggingsondernemingen, de bemiddelaars en beleggingsadviseurs. KBC kan niet aansprakelijk worden gesteld voor de juistheid of de volledigheid ervan. Alle historische koersen, statistieken en grafieken zijn actueel tot en met 2 juli 2015, tenzij anders vermeld. De beschreven meningen en vooruitzichten zijn die zoals ze gelden op 2 juli 2015.