

## Waarheen met de overheidsschuld? Kenmerken en houdbaarheid van de Belgische schuld



**Johan Van Gompel,**  
Senior Economist KBC Groep,  
docent KMS (Koninklijke Militaire School) & AMS  
(Antwerp Management School)

### Abstract

Over the last three years, Belgium's public debt has fallen by more than 4 percentage points of GDP, after having risen sharply during the financial crisis. This reversal is good news and was mainly due to stronger economic growth and fiscal consolidation. However, at 103.4% of GDP, the debt ratio remained among the highest in the euro area in 2017. To further reduce the debt to a sufficient extent, the primary budget surplus should continue to build up in the short term to above 2% of GDP, in line with the target set in the Stability Programme. In the longer term, new savings should -preferably be made at the same time to offset the costs of an ageing population. Otherwise, a declining primary surplus threatens to ultimately increase the debt without it having sufficiently fallen towards the 60% level. To reduce the debt ratio structurally in the context of a normalisation of the current historically low interest rate, the growth potential of the economy will also have to be increased. Despite the still high debt, Belgium is maintaining market confidence. This is related to the relatively healthy position of the private sector, as a result of which the Belgian economy as a whole is in a very positive net asset position vis-à-vis the rest of the world.



De voorbije drie jaar nam de schuld van de Belgische overheid met ruim 4 procentpunten van het bbp af, nadat die eerder tijdens de financiële crisis fel was opgelopen. De ombuiging is goed nieuws en was vooral te danken aan de sterkere economische groei en gerealiseerde begrotingssanering. Met 103,4% van het bbp bleef de schuldgraad in 2017 wel nog altijd bij de hoogste in de eurozone. Om de schuld in voldoende mate verder te doen dalen, moet op korte termijn het primair begrotingsoverschot (d.i. zonder rentelasten) verder worden opgebouwd tot boven 2% van het bbp, in lijn met de doelstelling in het Stabiliteitsprogramma. Op langere termijn moeten bij voorkeur ook tegenover de vergrijzingskosten nieuwe besparingen staan, zo niet dreigt een afkalvend primair overschot de schuld finaal terug te doen toenemen zonder al voldoende richting het 60%-niveau te zijn gedaald. Om de schuldgraad structureel af te bouwen, zal bij een normalisering van de huidige historisch lage rente ook het groeipotentieel van de economie moeten worden opgekrikt. Ondanks de nog hoge schuld blijft België intussen wel 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 tegenover het buitenland.

## 1. Inleiding

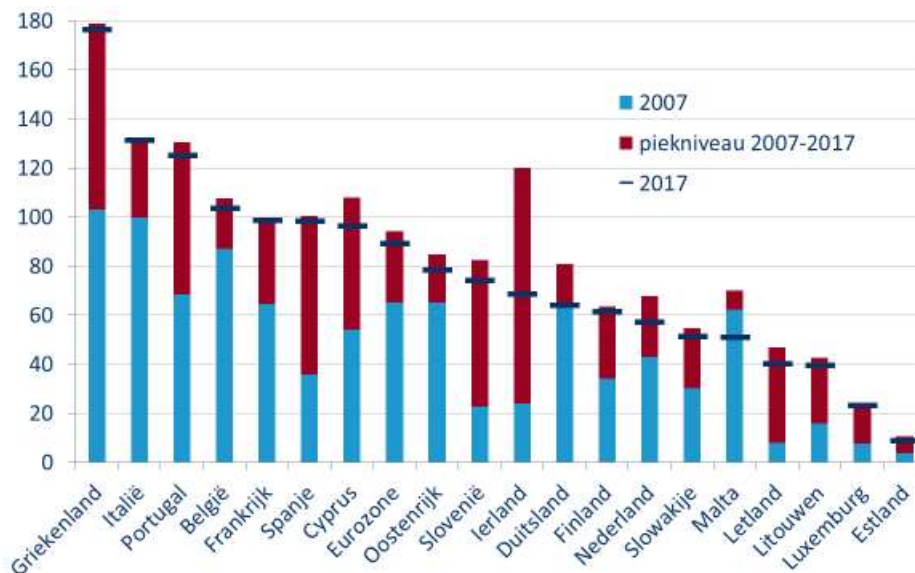
In dit artikel zoemen we in op enkele dimensies van de Belgische overheidsschuld. Sectie 2 bespreekt de historische en jongste ontwikkeling ervan en plaatst die in een Europees perspectief. Hoewel de Belgische schuldgraad de jongste jaren wat is afgebouwd, na een forse stijging tijdens de financieel-economische crisis, blijft zij nog altijd bij de hoogste in de eurozone. Sectie 3 geeft enkele theoretische beschouwingen bij het niveau van de overheidsschuld. Hoewel algemeen wordt erkend dat een te hoge schuld belangrijke financieel-economische gevolgen en risico's inhoudt, blijft onduidelijk bij welk niveau dit dan precies het geval is. Dit neemt niet weg dat de erg hoge schuld in een aantal landen, waaronder België, ongetwijfeld afwijkt van wat uit economisch oogpunt als optimaal kan worden beschouwd.

In sectie 4 verklaren we de dynamiek van de overheidsschuld aan de hand van zijn onderliggende determinanten. De schuldafname in de voorbije drie jaar was voornamelijk te danken aan de hogere economische groei en de gerealiseerde begrotingsinspanning. In sectie 5 bespreken we de samenstelling van de overheidsschuld. De belangrijkste vaststelling op dat vlak is de verlenging van de gemiddelde looptijd van de uitstaande schuld. In combinatie met de herfinanciering van de schuld tegen lage rentevoeten heeft dat het renterisico fors doen

afnemen. Sectie 6 handelt over de houdbaarheid van de overheidsschuld op langere termijn. België moet de komende decennia een voldoende hoog primair begrotingsoverschot boeken en ook aanhouden, wil het zijn schuld structureel richting 60% van het bbp zien evolueren. Sectie 7 geeft enkele afrondende beschouwingen die inspelen op de recente en de te verwachte begrotingscijfers.

## 2. De Belgische schuld in perspectief

Tijdens de financieel-economische crisis nam het peil van de overheidsschuld in de meeste Europese landen ingrijpend toe. In de gehele eurozone steeg de overheidsschuldgraad tussen 2007 en de piek in 2014 met bijna 30 procentpunten tot 94% van het bbp. Tussen de lidstaten waren er evenwel grote verschillen en werd de schuldpijk op verschillende momenten bereikt (figuur 1).

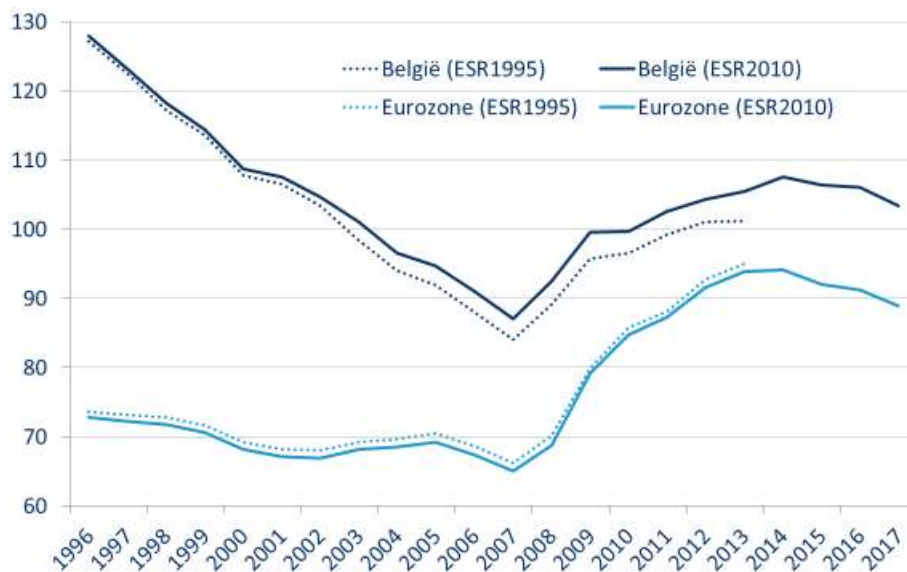


**Figuur 1 – Evolutie overheidsschuldgraad tijdens en na de financiële crisis (in % van het bbp)**

Bron: KBC Economics gebaseerd op EC (AMECO)

Ierland en Griekenland tekenden de sterkste stijging op tussen 2007 en de piek (+96 respectievelijk +76 procentpunten van het bbp). De kleinste toename was er in Estland en Malta (+7 respectievelijk +8 procentpunten). In België was de stijging van de schuldgraad met 21 procentpunten minder uitgesproken dan in de meeste andere eurolanden, ondanks grootschalige interventies in de financiële sector en een jaarlijks financieringstekort van meer dan 3% van het bbp tijdens de volledige crisisperiode. Enkel in Duitsland, Luxemburg, Oostenrijk, Malta en Estland was de schuldtoename kleiner.

Het Belgische schuldniveau nam overigens niet alleen door de crisis toe, maar werd in 2014 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 (figuur 2).



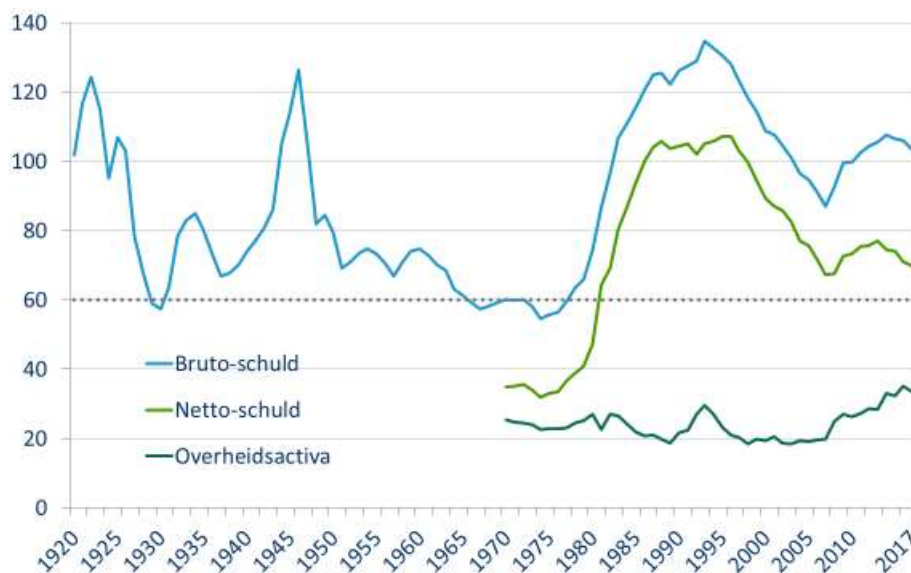
**Figuur 2 – Overheidsschuld ESR 1995 versus ESR 2010 (in % van het bbp)**

Bron: KBC Economics gebaseerd op EC (AMECO)

Meer recent, in oktober 2018, werd de Belgische overheidsschuld nogmaals opwaarts bijgesteld. Doordat minder dan de helft van de inkomsten van Infrabel - de beheerder van de Belgische spoorweginfrastructuur - marktconforme verkopen betreft, moet haar schuld volgens de Eurostat-regels aan de overheidsschuld worden toegevoegd. Hierdoor kwam de schuldratio in 2017 circa 0,5 procentpunt van het bbp (ruim 2 miljard EUR) hoger te liggen dan eerder aangenomen. Ook de schuld van 2014, 2015 en 2016 werd opwaarts herzien.

Volgens de aangepaste cijfers had België eind 2017 een overheidsschuld van 103,4% van het bbp (452 miljard EUR). Dat is een afname met 4,2 procentpunten tegenover de piek van 107,6% van het bbp in 2014. De afname van de Belgische schuld tijdens de voorbije jaren liep vrij parallel met die in de hele eurozone. Vergeleken met het gemiddelde van de afname van de schuldratio in de individuele eurolanden was de afname in België evenwel slechts half zo groot. De Belgische schuldgraad bleef in 2017 nog altijd bij de hoogste in Europa. In de eurozone noteert de schuld enkel in Griekenland, Italië en Portugal hoger.

De hoge Belgische overheidsschuld is een oud structureel probleem. De afgelopen eeuw zakte de bruto-schuldgraad nooit substantieel of langdurig beneden de 60%-grens die Europa als cijferdoel vooropstelt (figuur 3).



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

Bron: KBC Economics gebaseerd op EC (AMECO) en NBB.stat

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 Belgische 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.

### **3. Waarom te veel schuld niet goed is**

Overheidsschuld is op zich niet slecht. Zij is aanvaardbaar als ze het mogelijk maakt om het productievermogen van de economie te verhogen en als het rendement van schuldverhogende overheidsingrepen (investering in infrastructuur, onderwijs, veiligheid, e.d.) groter is dan de door de schuld gegenereerde kosten (de rentelasten). Bovendien moet de schuldratio worden beoordeeld aan de hand van het intergenerationeel neutraliteitscriterium. Door schuld aan te gaan, verhoogt men het beschikbaar inkomen van de huidige generatie ten nadele van toekomstige generaties. Volgens het criterium moet de nettobijdrage van elke generatie aan de overheidsschuld in principe even groot zijn. Het operationaliseren van de vermelde vereisten, wat zou toelaten om een optimaal schuldniveau te berekenen, is evenwel niet evident. Dat neemt niet weg dat het erg hoge niveau van de overheidsschuld in sommige landen, waaronder België, ongetwijfeld afwijkt van wat uit sociaaleconomisch oogpunt als optimaal kan worden beschouwd. In de praktijk zijn hoge schuldposities veelal terug te brengen tot zogeheten deficit bias. Die houdt in dat het begrotingsbeleid gedurende lange tijd kortzichtig is geweest en was ingegeven door de kortemijnvoordelen van vooral hogere uitgaven, zonder voldoende bewust te zijn van de nefaste budgettaire gevolgen op langere termijn.

Een te 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. 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. In een monetaire unie met gedecentraliseerde begrotingsbevoegdheid kan een budgettaire ontsporing in één

lidstaat bovendien leiden tot een hoger rentepeil voor alle lidstaten, wat bijkomende spanningen kan veroorzaken. De soevereine schuldencrisis van 2010-2011 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 verdrukking komen (het zogeheten 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 zogeheten 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

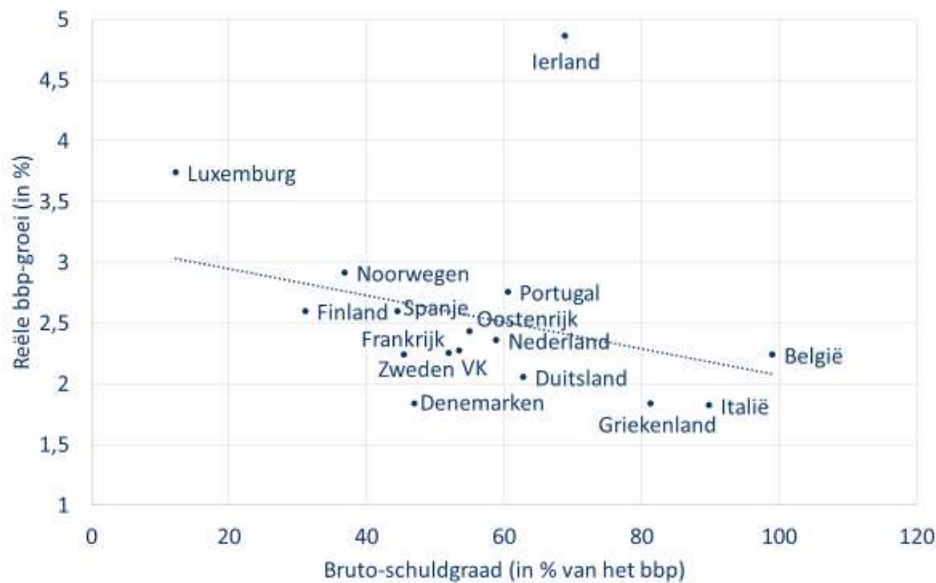
schuld en lage groei wordt vastgesteld dat de lage economische groei door de hoge schuld werd veroorzaakt. Het kan dat omgekeerd lage groei leidt tot hoge overheidsschulden, omdat er minder belastingen worden geïnd en er meer uitgaven worden gedaan.

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.<sup>1</sup> Figuur 4 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.

---

<sup>1</sup> 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.





**Figuur 4 - Verband overheidsschuldgraad en economische groei (gemiddelde 1970-2017)**

Bron: KBC Economics gebaseerd op EC (AMECO)

#### 4. Determinanten Belgische schuld

De dynamiek van de overheidsschuld is in essentie de resultante van opeenvolgende saldi op de overheidsbegroting. Deze zogeheten endogene schuldverandering wordt concreet bepaald door een wisselwerking tussen enerzijds de omvang van het primair saldo (d.i. het saldo zonder de rentelasten op de schuld) en anderzijds het verschil tussen de impliciete rente op de uitstaande 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 resp. 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 overheidssaldo 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



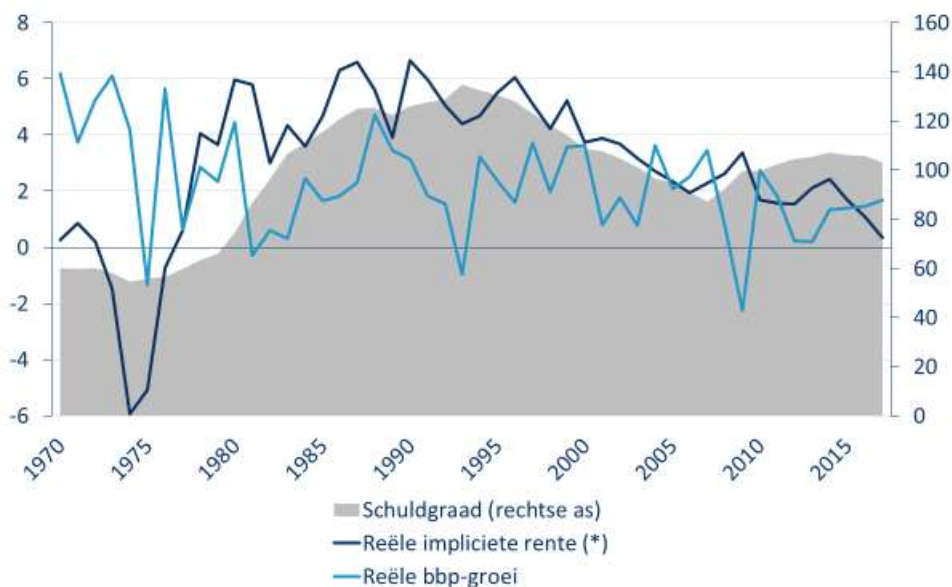
overtreft. Dit mechanisme van het automatisch aandikken van de schuld noemt men het sneeuwbaaleffect. In de praktijk corrigeert men doorgaans voor inflatie en is de conclusie dat een omgeving van hoge reële rentes en lage reële economische groei bijzonder nefast is voor de schulddynamiek.

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:

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

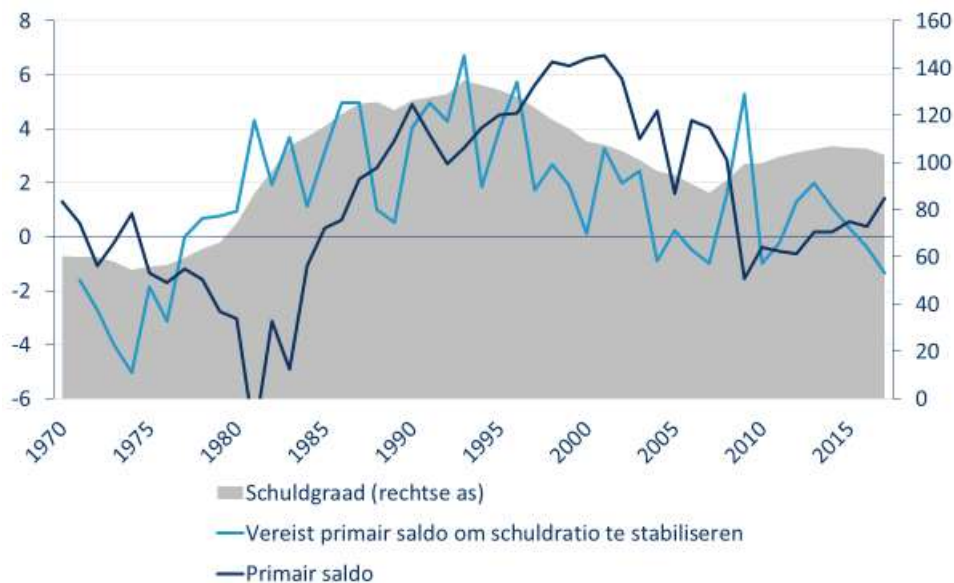
Des te groter het verschil tussen de rente en de groei, en des te hoger de schuldgraad uit het verleden, des te hoger het primair overschot moet zijn om de schuld te stabiliseren.

Figuren 5 en 6 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



**Figuur 5 - Mechanisme van de sneeuwbal in België (in % van het bbp) (\*) Nominale rente min jaarstijging van de bbp-deflator**

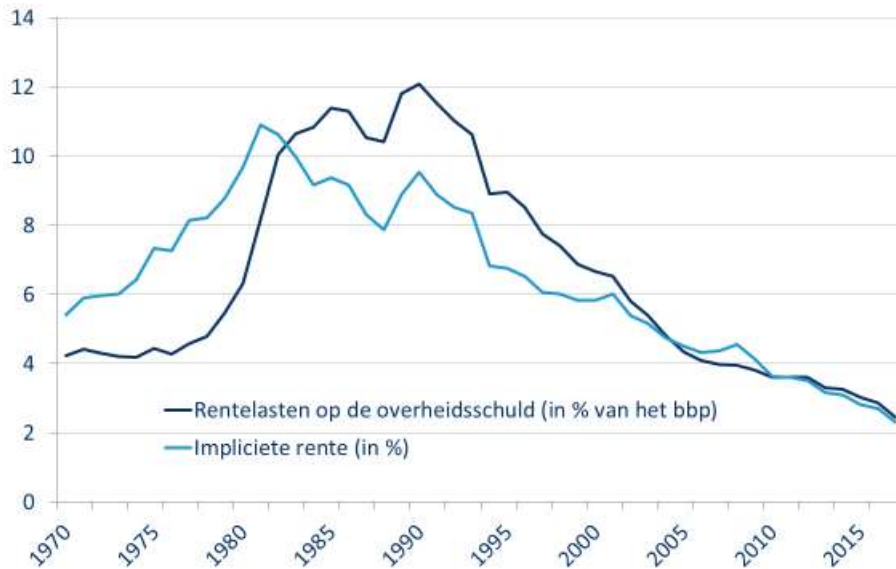
Bron: KBC Economics gebaseerd op EC (AMECO)



**Figuur 6 - Primair saldo en schuldstabilisatie in België (in % van het bbp)**

Bron: KBC Economics gebaseerd op EC (AMECO)

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 1997 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 (figuur 7).



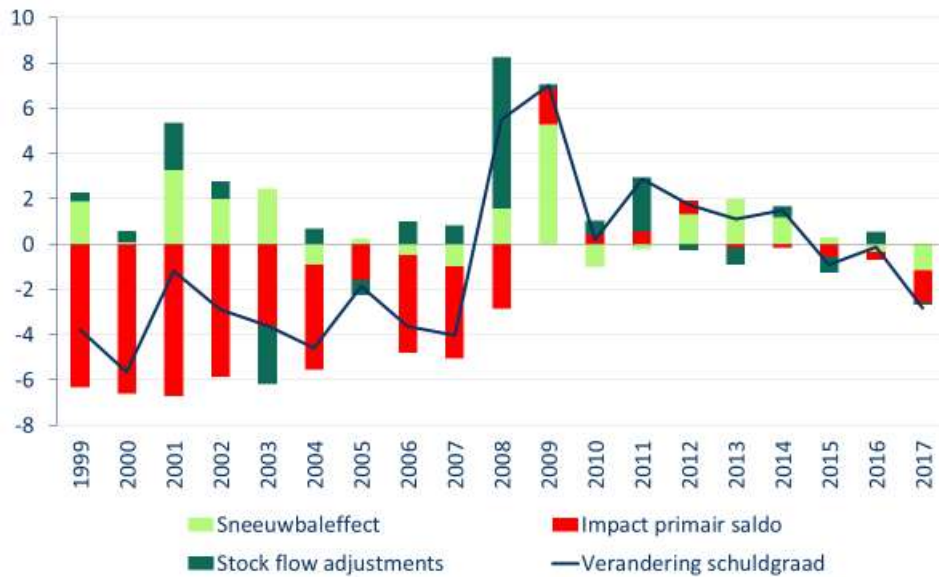
**Figuur 7 – Rentelasten en impliciete rente op de uitstaande Belgische overheidsschuld (in %)**

Bron: KBC Economics gebaseerd op EC (AMECO)

De financiële crisis deed de Belgische overheidsschuld vanaf 2008 opnieuw fel oplopen. In 2008-2009 en 2012-2015 lag de reële bbp-groei beneden de reële impliciete rente en vanaf 2009 werden ook opnieuw primaire tekorten geboekt. Aan de forse terugval van het primair saldo in 2009 ging overigens al eerder een trendmatige verslechtering vooraf, een uiting van besparingsmoeheid na de invoering van de euro die zich ook in andere eurolanden voordeed. Mede door de zwakke economische groei was het saneringsbeleid dat zich geleidelijk inzette, aanvankelijk ontoereikend om het primair saldo te verbeteren tot het voor de stabilisatie van de schuldgraad vereiste niveau. Sinds 2015 stijgt het effectieve primaire saldo wel boven dat vereiste niveau uit.

Figuur 8 toont de bijdragen van de endogene factoren aan de verandering van de schuldgraad sinds 1999 (het sneeuwbal effect en de impact van het primair saldo, dat zijn respectievelijke de 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.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Stock flow adjustments kunnen 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 verder).



**Figuur 8 - Bijdragen aan de verandering van de Belgische overheidsschuld** (in procentpunten van het bbp)

Bron: KBC Economics gebaseerd op EC (AMECO)

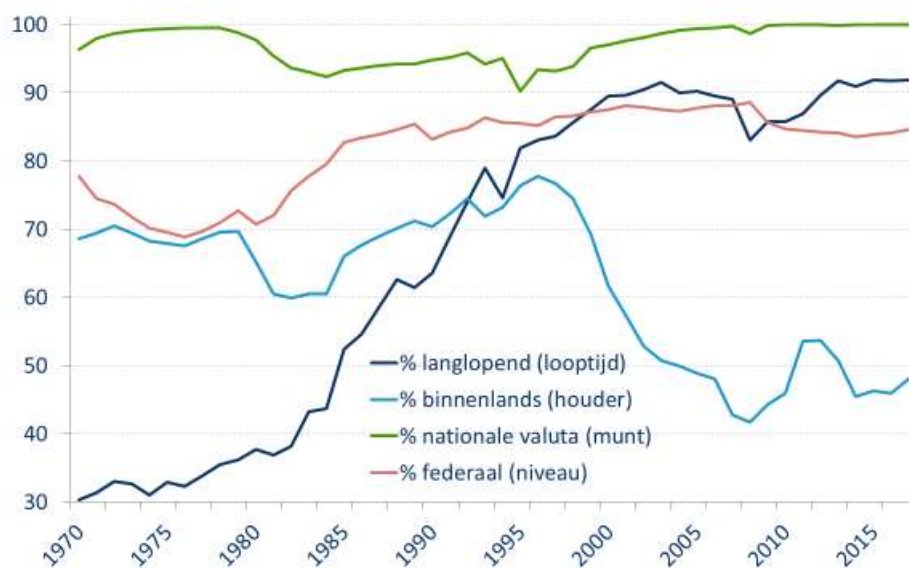
In volle crisis 2008-2009 betrof het kapitaalinjecties in Belgische financiële instellingen. Later kocht de overheid Dexia Bank België (nu Belfius), verkocht zij haar belang in Fortis en deels dat in Royal Park Investments (de bad bank van het voormalige Fortis), verwierf zij een belang in BNP Paribas en kon zij het kapitaal dat nodig was om KBC te ondersteunen recupereren. 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 overheidsschuld vooral in 2008 en 2011 stevig oplopen.

Sinds 2015 neemt de Belgische overheidsschuld in verhouding tot het bbp af. De afname, met 4,2 procentpunten van het bbp, was vooral te danken aan de sterkere economische groei en de gerealiseerde begrotingsinspanning. De verbetering van het primair overheidssaldo, die beide weerspiegelt, droeg aldus voor bijna twee derde bij tot de cumulatieve schuldvermindering in 2015-2017. Het keren van het sneeuwbalmechanisme - d.w.z. de nominale bbp-groei die boven de impliciete rente op de schuld uitstijgt - droeg bijna een derde bij tot de schuldvermindering. Een tiende van de vermindering was ten slotte te danken aan exogene factoren (stock flow adjustments). Die betroffen onder meer de verkoop van een kwart van het Belgische belang in de Franse bank BNP Paribas.

## 5. Structuurkenmerken Belgische schuld

Los van de omvang van de overheidsschuld, wordt bij het inschatten van de risico's meestal ook gekeken naar de samenstelling van de schuld. Het gaat hier voornamelijk om het houderschap (wie bezit het schuldpapier), de overheidsniveau dat de schuld uitgeeft (federaal versus lokaal), de looptijd van de schuld en de munt waarin zij is uitgegeven. De laatste twee worden gestuurd door het actieve schuldbeheer, dat onder meer tot doel heeft om de financieringskosten te minimaliseren.



**Figuur 9 - Samenstelling van de Belgische overheidsschuld (in % schuld van de totale overheid)**

Bron: KBC Economics gebaseerd op NBB.Stat

Door het perspectief op de EMU-start in 1999 is het buitenlands bezit van Belgische overheidsschuld sinds het midden van de jaren 90 fors toegenomen (figuur 9). Die ontwikkeling maakte de Belgische overheid kwetsbaarder voor wisselingen in het sentiment van buitenlandse beleggers. Het valt in dat opzicht op dat het percentage overheidsschuld in buitenlandse handen na het ontstaan van de financiële 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 dan vóór het uitbreken van de crisis. Nadien kwam opnieuw een groter deel in buitenlandse handen.

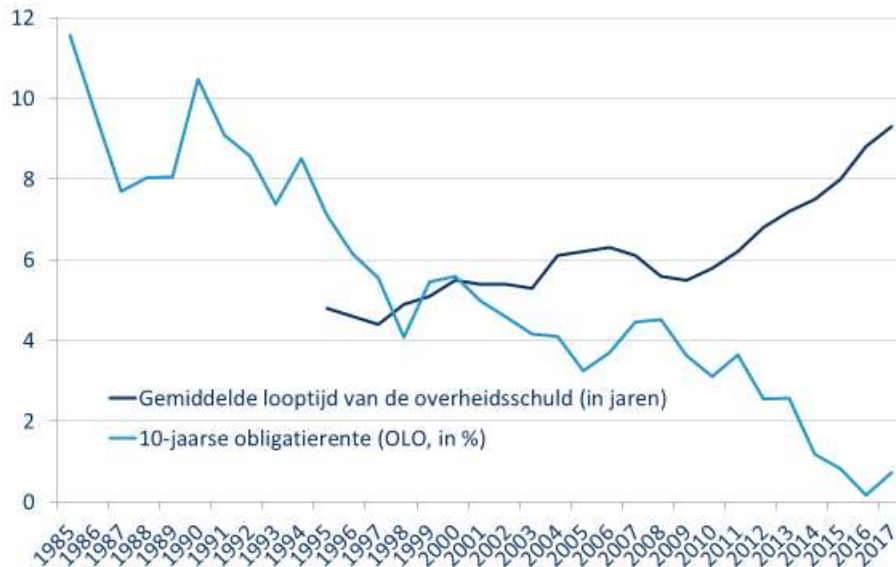
Vanaf 2015 keerde de situatie opnieuw en nam het aandeel van de schuld in binnenlandse handen weer wat toe. Die ommekeer was evenwel toe te schrijven aan het



opkoopprogramma van overheidsobligaties (PSPP of Public Sector Purchase Program) door de Europese Centrale Bank (ECB), dat startte in maart 2015. Aangezien de nationale centrale banken verantwoordelijk zijn voor de implementatie van het programma, worden de aankopen opgenomen bij de 'binnenlandse houders' van de schuld. Intussen heeft het eurosysteem bijna 16% van de totale uitstaande Belgische overheidsschuld op zijn balans (72,3 miljard euro of 15,9% van het bbp). Indien we hier abstractie van maken, dan zou het aandeel van de Belgische schuld in buitenlandse handen wel verder zijn opgelopen sinds 2015. In tegenstelling tot de toename vóór de financiële crisis, die vooral diversificatie betrof binnen de eurozone, nam de schuld in buitenlandse handen de voorbije jaren vooral toe bij houders buiten de eurozone. Van alle schuld in buitenlandse handen betrof in 2017 ongeveer de helft schuldeisers van buiten de eurozone, met voornamelijk de VS en Japan als belangrijkste houders.

Ondanks de nog altijd hoge, maar wel afnemende overheidsschuld blijft België het marktvertrouwen behouden. Afgezien van kortetermijnschommelingen, doorgaans vooral te wijten aan de budgettaire perikelen in andere landen, bedroeg de rentespread van de 10-jaarse OLO tegenover de 10-jaarse Duitse Bund de voorbije drie jaren slechts om en bij 35 basispunten. België geniet momenteel historisch lage financieringskosten. De Belgische schatkist heeft van de lagerenteomgeving tijdens de voorbije jaren gebruik gemaakt om de uitstaande schuld tegen zeer lage rentevoeten te herfinancieren. De gemiddelde looptijd van de uitstaande schuldportefeuille nam daarbij toe van minder dan 5,8 jaar in 2010 tot 9,3 jaar in 2017 (figuur 10). Dat is de langste gemiddelde looptijd ooit en een van de langste looptijden van schuldportefeuilles in de eurozone. In 2018 zal de gemiddelde duur van de nieuwe uitgaven stijgen naar ruim 14 jaar. 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 maanden en op 60 maanden daalde van respectievelijk 20% en 57% eind 2012 tot 18,5% en 41,9% eind 2017. De combinatie van lage rentes en lange looptijden zorgde ervoor dat de rentelasten op de overheidsschuld terugvielen van een piek van 12,1% van het bbp in 1990 tot 2,5% in 2017.





**Figuur 10 – 10-jaarse obligatierente en gemiddelde looptijd van de Belgische overheidsschuld**

Bron: KBC Economics gebaseerd op Macrobond en NBB.Stat

## Kader - Voorwaardelijke en impliciete overheidsverplichtingen

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 zogeheten 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, zoals niet-betaling van levering van goederen, 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. Verder betreffen de voorwaardelijke verplichtingen ook garanties die voortvloeien uit de exploitatie van



overheidsbedrijven, de overheidsparticipatie in kapitaal van bedrijven en publiek-private partnerschappen (PPPs).

De overheid gaat ook verplichtingen aan met betrekking tot internationale financiële instanties zoals het Internationaal Monetair Fonds (IMF) of de Europese noodfondsen (de European Financial Stability Facility, EFSF, en het European Stability Mechanism, 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.



De staafjes in figuur A tonen de uitstaande voorwaardelijke verplichtingen die de Europese landen zijn aangegaan in het kader van de financiële crisis. De piek in het garantietotaal (18% van het bbp in 2009) was voor de Belgische overheid, na de Ierse en Griekse, het hoogste binnen de eurozone. De verplichtingen zijn intussen sterk verminderd en betreffen enkel nog de waarborgregeling voor Dexia (momenteel 34 miljard euro). Met bijna 8% van het bbp vormden zij in 2017 niettemin het hoogste niveau in de eurozone. Indien ook niet-crisisgerelateerde voorwaardelijke verplichtingen mee in rekening worden gebracht (de streepjes in de grafiek), dan blijft het Belgische cijfer een van de hoogste in de eurozone.

Volledigheidshalve dient vermeld dat de cijfers in de figuur niet alle verplichtingen omvatten. In ruime zin kan de impliciete overheidsschuld 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. Vanuit een ruim perspectief 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 overheidsschuld in veel westerse landen een veelvoud zijn van hun expliciete schuld.

## 6. Houdbaarheid op langere termijn

België staat voor de grote uitdaging om zijn schuldgraad de komende jaren in een voldoende snel tempo verder te verminderen. Het ideale niveau van het primair saldo om voldoende schuldafbouw te genereren, hangt af van de nominale groei van het bbp en van de impliciete rente op de schuld. Hoe hoger de groei en hoe lager de impliciete rente, hoe minder hoog het primair saldo moet zijn om een omgekeerd sneeuwbaaleffect te creëren. Om de schuld duurzaam af te bouwen en bestand te zijn tegen negatieve scenario's betreffende de groei- en renteontwikkeling, bedraagt het primair overschot idealiter minstens 2% van het bbp. De Belgische overheid heeft zich in haar jongste Stabiliteitsprogramma begin 2018 ertoe verbonden om het primair saldo op te trekken tot 2,1% van het bbp in 2020 en 2021, komende van 1,6% in 2017. Dit engagement impliceert tevens de realisatie van de middellangetermijndoelstelling voor het structureel begrotingssaldo (d.w.z. het saldo gecorrigeerd voor conjunctuurinvloeden en eenmalige maatregelen). Deze zogeheten MTO (medium-term objective) betreft voor België een structureel evenwicht in 2020.

Het effectief behalen van de doelstelling (zie ook verder) zou de Belgische schuldgraad 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 1/20e-schuldregel. Die stelt dat de schuldgraad jaarlijks met minimaal 1/20e van het verschil met de 60%-waarde moet dalen. Indien de Belgische overheid er vanaf 2020 in zou slagen om het dan bereikte primair overschot (2,1% van het bbp) vast te houden, dan zal de effectieve schuldvermindering de vermindering die wordt opgelegd door de 1/20e-regel ruim overtreffen (figuur 11). De schuldgraad zou dan tussen 2030 en 2035 beneden 60% van het bbp zakken. Bij deze simulatie veronderstellen we dat de nominale bbp-groei vanaf 2021 3,3% per jaar zal bedragen (1,3%

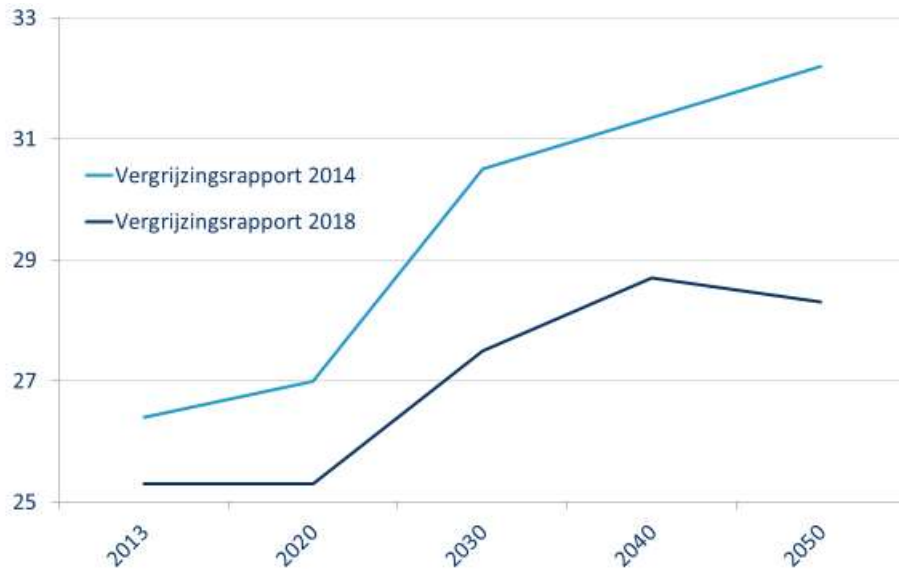
reële groei en 2% inflatie) en dat de impliciete rente op de schuld in lijn met de verwachte stijging van de langetermijnrente zal tenderen richting 2,5% in 2030, vervolgens 3,2% in 2040 en daarna op dat peil blijft.



**Figuur 11 – Scenario's Belgische overheidsschuld na realisatie Stabiliteitsprogramma (in % van het bbp)**

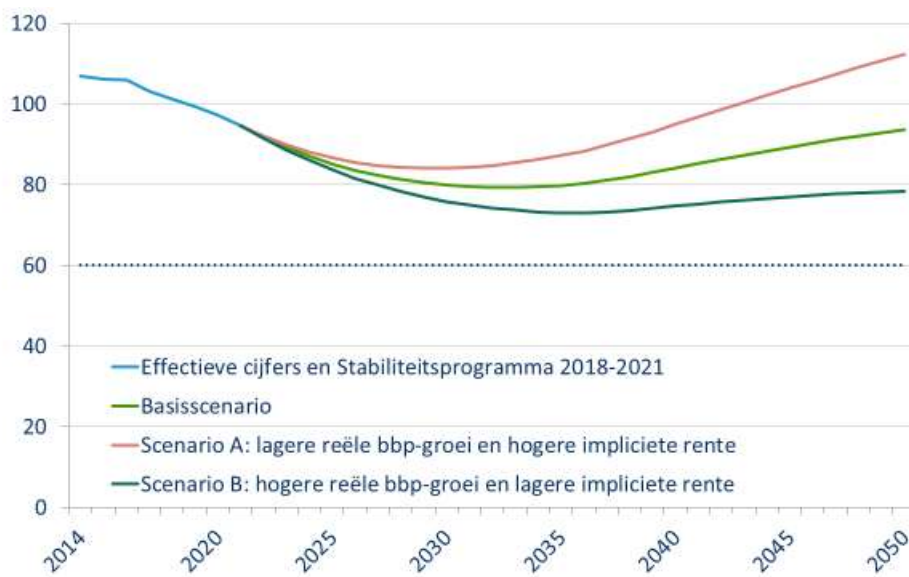
Bron: KBC Economics

Het vasthouden van het primair overschot zal evenwel een moeilijke opgave blijken, gezien de te verwachten kosten van de vergrijzing. Volgens de Studiecommissie voor de Vergrijzing zullen die jaarlijkse kosten bij ongewijzigd beleid met 3,6% van het bbp toenemen tot een piek rond 2040 (tegen 2030 bedraagt de toename 2,4% van het bbp). Dankzij de hervormingen van de vorige en vooral huidige regering zijn de vergrijzingskosten wel al een stuk lager komen te liggen dan eerder ingeschat (figuur 12). Als we de kosten, zoals geraamd door de Studiecommissie voor de Vergrijzing, na 2020 op het primair saldo laten inwerken, dan zal de schuldgraad vanaf 2034 opnieuw oplopen (figuur 13). Na 2033 zal dan ook niet langer aan de Europese 1/20e-regel worden voldaan.



**Figuur 12 – Vergrijzingsgerelateerde overheidsuitgaven** (bij ongewijzigd beleid, in % van het bbp)

Bron: KBC Economics gebaseerd op Studiecommissie voor de Vergrijzing



**Figuur 13 – Scenario's voor de Belgische overheidsschuld waarbij primair saldo afneemt met vergrijzingskosten na 2021** (in % van het bbp)

Bron: KBC Economics

De toename van de vergrijzingskosten is vooral voor rekening van de federale overheid. Terwijl die nog voor 84,5% verantwoordelijk is voor de totale schuld, bedraagt haar aandeel in de totale inkomsten nog maar minder dan 60%. De smaller wordende belastingbasis op federaal niveau vormt een bijkomende uitdaging voor de verdere afbouw van de Belgische schuld op lange termijn. De 6e staatshervorming pakte 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 kregen, 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 en rente. Bij een normalisering (lees: toename) van de huidige historisch lage rente zal, om de schuldgraad op een voldoende sterk neerwaarts traject te brengen, ook het groeipotentieel van de economie moeten worden versterkt. Hiervoor blijven de komende jaren bijkomende hervormingen (o.a. inzake de arbeidsmarkt) en investeringen (o.a. inzake infrastructuur) noodzakelijk. De impact van een normalisering van de rente moeten we wel nuanceren: een rentestijging impliceert, gegeven het nog hoge schuldniveau, wel een toename van de rentelasten in de loop der tijd, maar door de hoge gemiddelde looptijd van de schuld zal die toename slechts erg geleidelijk intreden.

Figuur 13 illustreert de gevoeligheid van de simulatie voor veranderingen in de assumptie met betrekking tot de reële bbp-groei en de impliciete rente op de overheidsschuld. Er wordt telkens verondersteld dat het primair saldo na 2021 afneemt met de verwachte vergrijzingskosten. In scenario A gaan we uit van een lagere jaarlijkse reële bbp-groei (1,0% i.p.v. 1,3%) en een hogere impliciete rente, die 3,0% bereikt in 2030 en 3,7% vanaf 2040 (i.p.v. respectievelijk 2,5% en 3,2%). In scenario B veronderstellen we een hogere jaarlijkse reële bbp-groei (1,6%) en een lagere impliciete rente, die 2,0% bereikt in 2030 en 2,7% vanaf 2040. Het is duidelijk dat in een worst case-scenario van lage groei, hoge rente en het moeten verwerken van de vergrijzingskosten de overheidsschuld terug sterk kan oplopen. In scenario A zal vanaf 2030 de impliciete rente groter worden dan de nominale bbp-groei, waardoor de rentesneeuwbal opnieuw aan het rollen gaat. Omgekeerd toont scenario B dat de vergrijzingskosten beter verteerbaar zijn bij een hogere groei en lagere rente.

## 7. Afrondende beschouwingen

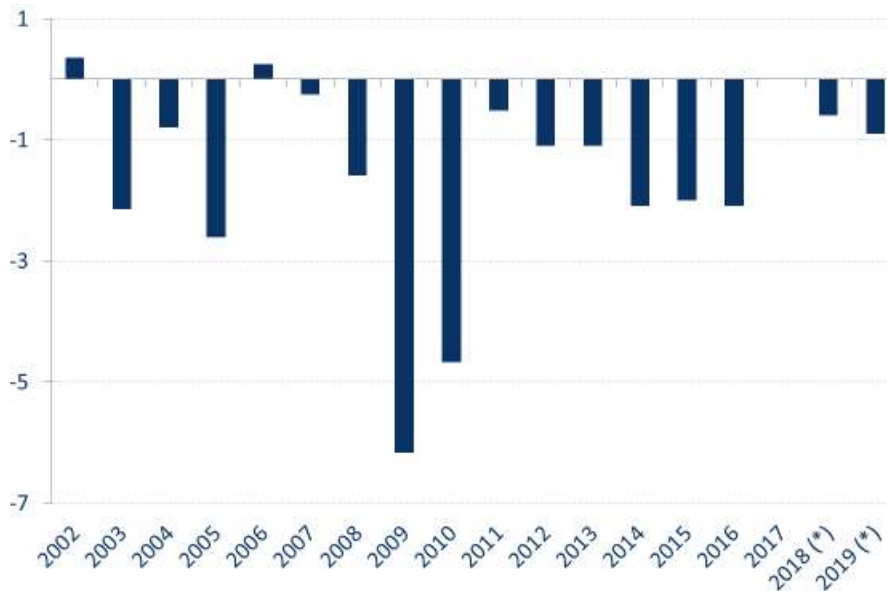
Gegeven de grote onzekerheid over de toekomstige economische groei en rente blijft een verdere sanering van de overheidsfinanciën belangrijk om de kans op een voldoende verdere schuldafbouw zo groot mogelijk te houden. Ook tegenover de toekomstige vergrijzingskosten moeten bij voorkeur nieuwe besparingen staan, zoniet dreigt een afkalvend primair overschot finaal de overheidsschuldgraad terug te doen toenemen, zonder dat die al voldoende richting het 60%-niveau is gedaald.

Door de val van de regering kon de begroting 2019 niet meer goedgekeurd raken en komt er een noodbegroting met 'voorlopige twaalfden'. De overheid kan dan in 2019 elke maand een twaalfde uitgeven van de begroting van 2018. Dat hypothekeert de verdere sanering van de overheidsfinanciën. Maar ook het begrotingsplan dat voorlag en niet meer is goedgekeurd, gaf blijk van weinig bereidheid om snel een voldoende hoog primair overschot te bereiken. In dat begrotingsvoorstel voor 2019, dat midden oktober bij de Europese Commissie werd ingediend, legde de regering Michel de lat voor het globale begrotingssaldo immers lager (een tekort van 1,0% van het bbp) dan in het Stabiliteitsprogramma in het voorjaar van 2018 was naar voren geschoven (een tekort van 0,7%). Volgens de jongste raming van de Europese Commissie zal het tekort in 2019 1,1% van het bbp bedragen. Ook voor 2018 zal het tekort (door de Commissie geraamd op 1,0% van het bbp) iets hoger uitkomen dan eerder vooropgesteld. Gegeven de nog wat verder dalende rentelasten, komt het cijfer voor het globale saldo in 2019 overeen met een primair overschot van 1,2% van het bbp. Dat is een substantiële daling tegenover het 2017-cijfer (1,6% van het bbp) en eveneens lager dan de doelstelling in het jongste Stabiliteitsprogramma.

De Nationale Bank van België (NBB) is in haar jongste vooruitzichten (december 2018) nog pessimistischer voor het verwachte primair overheidssaldo in 2019 (0,6% van het bbp). Hogere inkomsten uit de vennootschapsbelasting door de toename van voorafbetalingen zorgden in 2017 en 2018 voor een tijdelijke meeropbrengst voor de overheidsontvangsten. In 2019 zou dat dan worden gevolgd door een verwachte forse daling van de inkomsten uit vennootschapsbelasting. Mede door de drift van de sociale uitkeringen als gevolg van de vergrijzing zou het primair saldo volgens de NBB de komende jaren, bij ongewijzigd beleid, verder afzakken tot 0,0% van het bbp in 2021.

De cijfers bevestigen de meer algemeen slechte track-record van de Belgische overheid inzake het nakomen van haar doelstellingen. De in eerdere Stabiliteitsprogramma's vooropgestelde doelen werden in het verleden immers nagenoeg nooit gehaald (figuur 14). De voorbije jaren deed de gunstige conjunctuur een window of opportunity ontstaan om de overheidsfinanciën in een versneld tempo te saneren. Hiervan is te weinig gebruik gemaakt. Daar staat wel tegenover dat de opbrengst van de beursgang van de staatsbank Belfius en de verkoop van het nog resterende pakket BNP Paribas-aandelen de schuldafname kunnen ondersteunen. Beide operaties werden door de regering uitgesteld, maar zullen ergens de komende jaren

allicht worden uitgevoerd. De overheidsbegroting zal na de verkoop dan wel niet langer met dividenden worden gespekt.



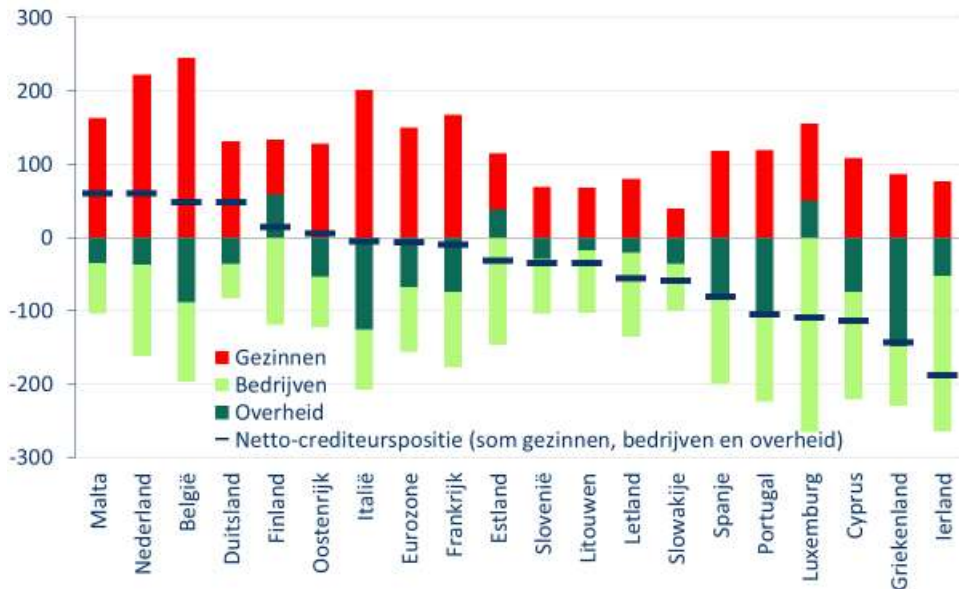
**Figuur 14 - Afwijking werkelijk begrotingssaldo t.o.v. doel dat twee jaar eerder werd vooropgesteld in Stabiliteitsprogramma (in % van bbp)**

(\*) Raming overheid voor 2018 en ontwerpbegroting voor 2019

Bron: KBC Economics gebaseerd op diverse Stabiliteitsprogramma's

Hoewel de Belgische overheidsschuldgraad vandaag nog altijd te hoog is, mogen we de ermeeg gepaard gaande financieel-economische risico's niet overroepen. Tegenover de hoge overheidsschuld staat immers de gunstige algemene financiële situatie van de Belgische economie, dankzij een relatief gezonde private sector. Hierdoor bevindt de economie zich als geheel (gezinnen, bedrijven en overheid samen) in een erg positieve financiële nettovermogenspositie ten opzichte van de rest van de wereld. In 2017 bedroeg die 48% van het bbp, vergeleken met een netto-schuldpositie van 6% van het bbp voor de hele eurozone. Na Malta en Nederland is dat het hoogste cijfer binnen de eurozone (figuur 15).





**Figuur 15 – Netto-financiële activa/passiva per sector (2017, in % van het bbp)**

Bron: KBC Economics gebaseerd op Eurostat

Deze gunstige algemene positie dankt België aan de hoge netto-vermogens van de gezinnen (244% van het bbp, tegenover 150% in de eurozone), die de netto-schulden van de overheids- en bedrijvenssector ruim compenseren.<sup>3</sup> Toch is ook hier enige nuancering op zijn plaats. Veranderingen in de netto internationale vermogenspositie zijn, naast herwaarderingseffecten, een weerspiegeling van de overschotten of tekorten die een land boekt op de lopende rekening van zijn betalingsbalans. Met een positief saldo van ruim 5% van het bbp had België bij de start van de muntunie in 1999 het grootste overschot van alle eurolidstaten op de lopende rekening. Dat overschot is sindsdien weggesmolten. In 2017 werd weliswaar een beperkt overschot geboekt, maar voor de 2018 en de komende jaren verwacht de NBB terug een oplopend tekort.

<sup>3</sup> De schuldenlast van de Belgische bedrijven is in de niet-geconsolideerde cijfers overigens kunstmatig opgeblazen door het bestaan van een groot aantal groepsinterne leningen, een gevolg van onder meer het unieke systeem van de notionele interestaftrek.



## Referenties

*Cecchetti, S., Mohanty, M. en Zampolli, F. (2011), 'The real effects of debt', BIS Working Papers, nr. 352.*

*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.*

*Studiecommissie voor de Vergrijzing (2018), Jaarlijks verslag, juli 2018.*