

# Omvang en dynamiek van de schuldposities in België en in het eurogebied

A. Bruggeman  
Ch. Van Nieuwenhuyze

## Inleiding

De huidige financiële crisis heeft andermaal aangetoond dat ons economisch systeem financiële cycli kan doorlopen waarbij de kredietverlening zich procyclisch gedraagt en in de opgaande fase of *boom* aanleiding kan geven tot een sterk oplopende schuldgraad of leverage. Voor zover de schuldgraad dermate hoog is opgelopen dat hij onhoudbaar is geworden, zal dit doorgaans aanleiding geven tot een proces van deleveraging of schuldafbouw tijdens een financiële *bust*, die meestal wordt voorafgegaan door een financiële crisis. Empirisch onderzoek op basis van historische recessies in een grote groep geavanceerde landen heeft aangetoond dat recessies die volgen op een dergelijke financiële crisis gewoonlijk veel ernstiger zijn en ook langer duren (zie bv. IMF (2009) of Jordà et al. (2011)). Bovendien speelt blijkbaar ook de omvang van de voorafgaande *boom* in dit verband een belangrijke rol.

Niet iedere kredietexpansie mondt evenwel automatisch in een financiële crisis uit. In sommige gevallen kan de kredietexpansie structureel blijken, bijvoorbeeld vanwege structurele of institutionele veranderingen, en leidt ze tot een verruiming en/of verdieping van de financiële markten (*financial deepening*). De identificatie van 'goede' en 'gevaarlijke' kredietexpansies is dus zowel uit het oogpunt van welvaart als uit dat van macroprudentieel beleid van essentieel belang. In deze context werden een aantal beleidsinitiatieven genomen om de mogelijke onevenwichtigheden die samenhangen met een excessieve kredietgroei of schuldgraad in kaart te brengen, opdat risico's voor de financiële en macro-economische stabiliteit tijdig zouden kunnen worden opgespoord. Voorbeelden van beleidsinitiatieven binnen Europa omvatten onder

meer het monitoren van de schuldpositie en de schuld-groei van de niet-financiële sectoren alsook van de totale verplichtingen van de financiële sector door de Europese Commissie in het kader van de MIP (Macroeconomic Imbalance Procedure).

Tegen deze achtergrond biedt dit artikel een overzicht van het recente verloop van de schuld niveaus en van de eraan verbonden risico's, zowel in België als in de andere landen van het eurogebied<sup>(1)</sup>. Het schuldverloop wordt daarbij geïnterpreteerd binnen het kader van de financiële cyclus. De centrale vraag in deze analyse is of het deleveraging-proces – met de negatieve macro-economische gevolgen ervan – in het eurogebied reeds begonnen is. Deze vraag wordt belicht zowel uit het oogpunt van de verschillende niet-financiële sectoren (huishoudens, niet-financiële ondernemingen en overheid) als uit dat van de verschillende landen. Hiertoe wordt (i) de schuldopbouw tijdens het vorige decennium toegelicht, waarbij de schuldgraad van de niet-financiële sector in het eurogebied fors steeg tot een historisch hoog niveau (van 173 % bbp in het eerste kwartaal van 1999 tot 233 % bbp eind 2012); (ii) een multidimensionale analyse gemaakt van de houdbaarheid van de schuld op basis van een aantal sleutelindicatoren; en (iii) een analyse gemaakt van de vraag- en aanbodgedreven deleveraging in het eurogebied.

In de rest van dit artikel wordt – gespreid over vier paragrafen – nader op deze ontwikkelingen ingegaan. In paragraaf 1 wordt het schuldverloop belicht vanuit een meer theoretische invalshoek met aandacht voor

(1) De gegevens in dit artikel werden afgesloten op 3 mei 2013.

de werking van financiële cycli en de impact, op de economische groei, van de eruit resulterende cycli van leveraging/deleveraging. Uit paragraaf 2 blijkt dat de schuldposities in de landen van het eurogebied zeer heterogeen zijn, zowel qua niveau, opbouw als sectorale samenstelling. In paragraaf 3 wordt in dat opzicht nagegaan of de huidige schuldposities in het eurogebied excessief zijn; dat gebeurt aan de hand van een *heat map*, die is opgesteld op basis van een aantal houdbaarheidsindicatoren. In paragraaf 4 wordt het recente schuldverloop toegelicht en wordt nagegaan in welke mate er in de landen van het eurogebied reeds een deleveraging- of schuldafbouwproces heeft ingezet. Daarbij wordt onder meer aandacht besteed aan de omvang van het deleveragingproces in de verschillende landen en sectoren en aan de rol die zowel vraag- als aanbodfactoren qua kredietverlening in dat proces spelen. In de conclusie, ten slotte, worden de belangrijkste bevindingen samengevat en een aantal beleidsconclusies geformuleerd.

## 1. Schulddynamiek en impact op de reële economie

Er is steeds meer empirische evidentie dat er macro-economisch relevante financiële cycli bestaan die worden gedreven door een beperkt aantal – elkaar versterkende – factoren. Hoewel de specifieke modaliteiten verschillen van cyclus tot cyclus, wordt een financiële *boom* typisch gekenmerkt door optimistische percepties inzake waardering en risico, een lage risicoaversie, een soepele kredietverlening (zowel via de prijs als via niet-prijscomponenten) en een minder streng financieel toezicht. Tijdens de *boom* vertalen deze factoren zich in een stijgende schuldgraad, een oplopende waardering van financiële en reële activa en een positieve impact op de economische groei. De huidige financiële crisis heeft evenwel eens te meer aangetoond dat de inherente procycliciteit van de kredietverlening kan leiden tot een excessieve schuldopbouw of leverage<sup>(1)</sup>. Dergelijke onhoudbare schuldposities geven doorgaans aanleiding tot een proces van balanssanering via deleveraging of schuldafbouw tijdens de financiële *bust*. Voor zover een dergelijk proces wordt voorafgegaan door een financiële crisis zal een en ander leiden tot een aanzienlijke daling van de schuldgraad en tot een diepe en langdurige recessie. De *facto* is de schuld (zowel qua niveau als qua groeitempo) dus een tweesnijdend zwaard, waarvan de impact op de economische bedrijvigheid sterk afhangt van de specifieke omstandigheden.

(1) Kindleberger (1978) en Minsky (1982) beschrijven uitvoerig hoe de inherente instabiliteit van de financiële intermediatie en de financiële markten kan ontsproten in excessieve schuldopbouw, die dan de aanzet vormt tot een financiële crisis en drastische schuldafbouw.

### 1.1 Schuldopbouw en impact op de reële economie

De mogelijkheid van (niet-excessieve) schuldfinanciering – via financiële intermediatie of via de kapitaalmarkten – zorgt op lange termijn in principe voor snellere groei en geringere macro-economische volatiliteit (zie bv. Levine (2005) voor een overzicht van de empirische literatuur). Dit heeft te maken met onder meer het feit dat schuldfinanciering economische subjecten met een budgetbeperking in staat stelt toch uitgaven te doen die dan worden gefinancierd met de middelen van andere subjecten die een budgetoverschot hebben. Zodoende kunnen investeringsbeslissingen worden losgekoppeld van inkomensstromen en kan het beschikbaar kapitaal efficiënter worden ingezet en het groeipotentieel van de economie opgekrikt. Daarnaast maakt schuldfinanciering het ook mogelijk de impact van tijdelijke negatieve (positieve) schokken in het inkomen in de tijd te spreiden, waardoor de verschillende institutionele sectoren hun uitgaven niet onmiddellijk hoeven terug te schroeven (op te voeren). Hierdoor wordt vooral de volatiliteit van de economische bedrijvigheid beperkt en kan, gelet op de geringere onzekerheid in de economie, een hoger welvaartsniveau worden bereikt. Tot slot kan de overheid via schuldfinanciering een contracyclisch beleid voeren – hetzij via de werking van de automatische stabilisatoren, hetzij via een actief herstelbeleid – waardoor de negatieve inkomensschokken de andere sectoren minder zwaar zouden moeten treffen.

Tegelijkertijd bestaat evenwel het risico dat de inherente procycliciteit van de kredietverlening aanleiding geeft tot excessieve schuldopbouw of leverage. De hier bedoelde procycliciteit houdt verband met de financiële accelerator, waarbij tijdens de *boom* een wederzijds versterkende wisselwerking ontstaat tussen de kredietverlening en de waardering van (reële of financiële) activa van de niet-financiële private sector. Tijdens de financiële *boom*, die meestal samenvalt met een relatief hoge bbp-groei, heerst er wijdverspreid optimisme dat zich uit in, met name, een stijging van de activaprijzen en een daling van de financieringskosten. Als gevolg hiervan neemt de kredietverlening toe, waardoor de economie verder wordt ondersteund. Hierdoor gaat de schuldgraad van de niet-financiële private sector weliswaar naar omhoog, maar aangezien ook de waarde van de onderliggende waarborgen stijgt en de economische bedrijvigheid floreert, blijft de algemene risicoperceptie gunstig. Hierdoor wordt het algemene optimisme verder gevoed en zal de kredietverlening een ondersteunende rol blijven spelen, met tweederonde-effecten tot gevolg.

Na verloop van tijd zal de schuldgraad van de niet-financiële private sector evenwel dermate sterk zijn

toegenomen dat deze sector zeer kwetsbaar wordt voor bepaalde schokken die aanleiding geven tot aanzienlijke deleveraging. Mogelijke schokken die een dergelijke omslag op gang kunnen brengen, zijn onder meer een significante verandering in het marktsentiment en de houding ten aanzien van risico, een plotse correctie van de activaprijzen, financieringsproblemen voor de banksector of een recessie die de verwachte inkomensstromen en, derhalve, de afbetalingscapaciteit van de verschillende sectoren onder druk zet. Die schokken zullen elkaar doorgaans versterken, waardoor de tijdens de financiële *boom* opgebouwde excessieve schuldgraad een forcerende variabele wordt, die een balanssanering van de private sector induceert, met mogelijkere wijs zware negatieve gevolgen voor de reële economie. Dergelijke *balance sheet recessions* zijn meestal dieper en langduriger dan de typische recessie (zie Koo, 2011).

## 1.2 Deleveraging en impact op de reële economie

De druk tot deleveraging tijdens de financiële *bust* kan verschillende vormen aannemen. Twijfels over de kredietwaardigheid van de niet-financiële private sector kunnen zowel leiden tot een verminderde kredietvraag (vrijwillige balanssanering of vraaggedreven deleveraging) als tot een grotere terughoudendheid vanwege de banken om goedkoop krediet te verlenen (aanbodgedreven deleveraging). Een dergelijke aanbodgedreven deleveraging kan bovendien in een echte kredietschaarste (*credit crunch*) ontaarden als ook de kredietwaardigheid van de financiële sector, tegen de achtergrond van een financiële crisis, zwaar onder druk is komen te staan.

Tijdens de financiële *bust* slaat het marktsentiment om: wegens de gestegen schuldgraad van de private sector en de mogelijke overwaardering van de waarborgen (activa) die tegenover die schulden staan, worden de kredietrisico's herprijsd. De financiële accelerator die eerder de *boom* heeft gevoed, werkt nu in omgekeerde richting. Samen met het toegenomen risico op wanbetalingen die kunnen leiden tot verplichte verkopen (*fire sales*), drukken de vertragende kredietverlening en de herwaardering van de risico's de activaprijzen, waardoor de gepercipieerde kredietwaardigheid van de niet-financiële private sector verder wordt aangetast. Tegen de achtergrond van een vertragende economische bedrijvigheid, kan dit aanleiding geven tot een verdere vraaggedreven deleveraging – waarbij de niet-financiële private sectoren hun verlies aan nettovermogen trachten te compenseren door meer te sparen of door hun schuld sneller af te betalen – en/of tot een verdere aanbodgedreven deleveraging waarbij banken de kredietvoorwaarden verkrappen.

Indien dergelijke aanpassingen op voldoende grote schaal plaatsvinden, ontstaat een neerwaartse spiraal van activaontwaarding, strengere kredietvoorwaarden en deleveraging die kan uitmonden in een diepe recessie (zie verderop).

De terughoudendheid van de financiële sector om kredieten te verstrekken als reactie op de toegenomen schuldgraad van de niet-financiële private sector, kan nog worden versterkt door de problemen die de financiële sector zelf ondervindt. Voor zover ook de banksector tijdens de financiële *boom* een te grote schuldhefboom heeft ontwikkeld, neemt ook zijn gepercipieerde kredietwaardigheid af en wordt ook hij geconfronteerd met hogere financieringskosten. Aangezien de verplichtingen van de financiële instellingen een veel kortere looptijd hebben dan hun vorderingen (*maturity transformation*), komt hierdoor de rentemarge en, derhalve, de winstgevendheid van deze instellingen onder druk te staan, in het bijzonder voor die met een hoge leverage. Dit zorgt voor een extra negatief effect op de bereidheid van de banken om nieuwe leningen te verstrekken<sup>(1)</sup>. Indien de overheid niet langer een geloofwaardige *backstop* vormt voor eventuele problemen in de ingezeten banksector, zullen probleembanken zich zelfs helemaal niet meer via de markt kunnen financieren en kunnen ze ertoe worden genoopt hun activiteiten af te bouwen, hetzij door (financiële) activa te verkopen, met verdere neerwaartse druk op de prijzen tot gevolg, hetzij door hun kredietverlening in te krimpen<sup>(2)</sup>.

De hierboven beschreven vormen van deleveraging leiden niet alleen tot een vicieuze cirkel van vertragende kredietverlening en dalende activaprijzen, ze hebben ook een negatieve impact op de economische bedrijvigheid. Empirisch onderzoek (bv. van Jordà et al. (2011) op basis van een steekproef van 223 conjunctuurcycli gespreid over veertien geavanceerde landen tijdens de periode 1870-2008) toont aan dat recessies die volgen op een financiële crisis sterk verschillen van de typische recessie. Ze worden om te beginnen gekenmerkt door een meer uitgesproken negatieve bbp-groei en ze houden meerdere jaren aan. Bovendien is de (negatieve) impact op de bbp-groei zwaarder naarmate de kredietverlening aan de private sector tijdens de voorafgaande expansiefase sterker was gegroeid. In een vervolgstudie komt Taylor (2012) tot de bevinding dat de ernst van een financiële recessie ook samenhangt met het niveau van de schuldgraad van de overheid.

(1) De terughoudendheid van de banken om kredieten te verstrekken kan ook te maken hebben met de reglementering, bijvoorbeeld als voorbereiding op de strengere kapitaal- en liquiditeitsvereisten van Bazel III of in het kader van de herstructureringsplannen die sommige banken moeten uitvoeren vanwege de staatssteun die zij hebben ontvangen.

(2) De besmettingseffecten treden ook in omgekeerde richting op: overheden die hun banksector tijdens de huidige crisis hebben moeten ondersteunen, hebben hun schuldgraad fors zien oplopen en zijn daardoor zelf in de problemen geraakt.

### 1.3 Voornaamste transmissiekanalen

De voornaamste kanalen waarlangs deleveraging door de niet-financiële private sector inwerkt op de reële economie zijn weergegeven in grafiek 1. Enerzijds kan deleveraging voortvloeien uit een verminderde kredietvraag als gevolg van een vrijwillige balanssanering – om de daling van het nettovermogen ongedaan te maken – of van stijgende financieringskosten. Anderzijds kan er ook aanbodgedreven deleveraging optreden, waarbij de financiële sector zijn kredietaanbod beperkt, al dan niet als reactie op een verslechtering van zijn eigen kredietwaardigheid of van die van de overheid<sup>(1)</sup>.

#### 1.3.1 Overheid<sup>(2)</sup>

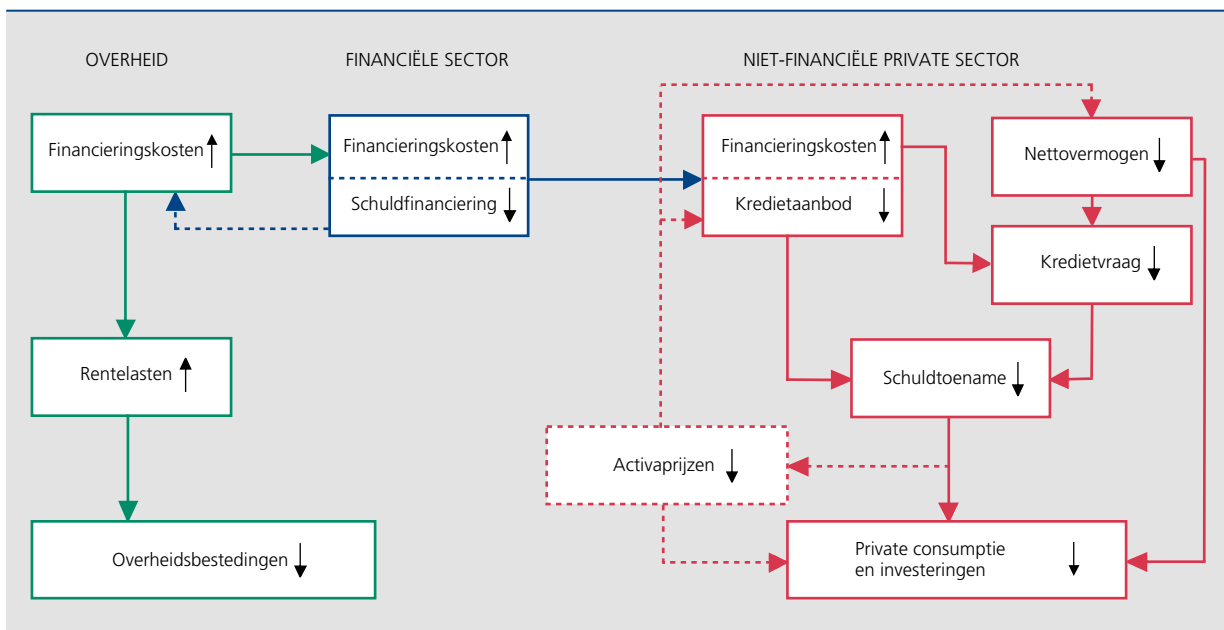
Indien de kredietwaardigheid van de overheid onder druk komt te staan, zullen de beleggers een hogere risicopremie vragen voor het aanhouden van overheidspapier. Ardagna et al. (2007) tonen bovendien aan dat het verband tussen het niveau van de overheidsschuld en de CDS-premie op overheidsschuld niet-lineair is. De stijging van de rente op overheidsobligaties betekent in de eerste plaats dat de overheid meer rentelasten zal moeten betalen, waardoor er minder ruimte overblijft voor andere uitgaven. De hogere rentelasten worden weliswaar deels betaald aan de binnenlandse private sector, waardoor de private consumptie en investeringen zouden kunnen worden ondersteund, maar netto beschouwd zal de bbp-groei toch negatief worden beïnvloed voor zover de gestegen rentelasten worden betaald aan het buitenland

of aan binnenlandse subjecten met een lagere marginale consumptie- en/of investeringsneiging dan de overheid (zie ook Eggertsson en Krugman, 2012). Bovendien zal de overheid ook minder ruimte hebben om een contra-cyclisch budgettair beleid te voeren, waardoor de impact van een negatieve inkomensschok (bv. een recessie) op de bedrijvigheid van de private sector meer uitgesproken zal zijn.

Een stijging van de rente op overheidspapier zal ook de financieringskosten van de andere sectoren opdrijven. De rente op overheidsobligaties wordt immers vaak als referentierente gebruikt voor de prijsbepaling van andere contracten, zoals bankkredieten aan huishoudens en niet-financiële ondernemingen (zie bv. Cordemans en de Sola Perea, 2011). Bovendien worden de risicopremies van de private sectoren beïnvloed door de risicopremie van de overheid (*sovereign risk channel*). Volgens Harjes (2011), bijvoorbeeld, wordt een stijging van de CDS-premie voor de overheid in het eurogebied gemiddeld genomen voor de helft doorberekend in de CDS-premie voor grote private ondernemingen (zowel banken als niet-financiële ondernemingen). Corsetti et al. (2013) beperken zich tot niet-financiële ondernemingen en tonen aan dat de

- (1) Het wisselkoerskanaal wordt hier buiten beschouwing gelaten. Volgens dit kanaal zal de vertragende economische bedrijvigheid ook leiden tot een depreciatie van de wisselkoers waardoor het gedeelte van de schuld dat is uitgedrukt in vreemde valuta in waarde zal stijgen, met tot gevolg dat de druk tot deleveraging nog verder zal toenemen.
- (2) Hoewel in dit artikel de klemtoon op de niet-financiële private sector ligt, wordt ook kort stilgestaan bij de overheid. Aangezien de economische impact van de overheidsschuld reeds uitvoerig werd behandeld in Nautet en Van Meensel (2011), wordt hier enkel ingegaan op de voornaamste kanalen die ook een impact hebben op de private sector.

GRAFIEK 1 VOORNAAMSTE TRANSMISSIEKANALEN



CDS-premie voor die ondernemingen aanzienlijk hoger is in landen waar ook de CDS-premie voor de overheid sedert medio 2010 sterk is gestegen. Ze tonen aan dat dit *sovereign risk channel* de impact van schokken op de geaggregeerde vraag versterkt, tenzij de centrale bank dit kan compenseren door een verlaging van de rente.

### 1.3.2 Huishoudens

Huishoudens met een hoge schuldenlast besteden ceteris paribus een groter deel van hun inkomen aan het afbetalen van hun schulden. Dit impliceert dat zij gevoeliger zijn voor een inkomensdaling, een rentestijging of een daling van de activaprijzen, schokken die vaak voorkomen tijdens een financiële *bust*. Inkomens- en renteschokken zullen de afbetalingslast van de huishoudens verzwaren en derhalve op de particuliere consumptie wegen. Ook de correctie van de activaprijzen zal maken dat de huishoudens hun consumptie terugdringen, aangezien ze de daling van hun nettovermogen zullen trachten te compenseren door meer te sparen of door hun schulden sneller af te betalen (zie bv. Koo, 2011). Daarnaast zullen vooral minder kredietwaardige huishoudens minder of kleinere nieuwe kredieten vragen. Algemeen beschouwd, zullen de huishoudens hun consumptie- of investeringsplannen dus neerwaarts bijstellen als gevolg van vrijwillige balanssanering.

Wanneer de (gepercipieerde) afbetalingscapaciteit van de huishoudens te sterk daalt, zullen niet alleen hun financieringskosten oplopen, maar zal er ook een volume-effect optreden. De banken zullen hun risicoblootstelling trachten af te zwakken door, naast het verhogen van de marges, ook de overige kredietvoorwaarden aan te scherpen – bijvoorbeeld door de leenquotiteit (*loan-to-value*) te verlagen of door de looptijd van het krediet in te korten – zodat dergelijke kredieten voor de minder kredietwaardige huishoudens moeilijker haalbaar worden. Uit de *Bank Lending Survey* van het Eurosysteem blijkt dat een dergelijke aanbodgedreven deleveraging binnen het eurogebied wel degelijk heeft plaatsgevonden. Tijdens de periode gaande van het eerste kwartaal van 2008 tot en met het tweede kwartaal van 2009 bedroeg het nettoprocentage banken dat de kredietvoorwaarden had verstrengd vanwege een hogere risicoperceptie ten aanzien van de woningprijzen of de economische bedrijvigheid, doorgaans meer dan 14% en die verscherping werd nadien nog voortgezet, zij het in mindere mate. In België was dit veel minder het geval.

Voor beide kanalen – vraag- en aanbodgedreven deleveraging – geldt dat de omvang van het netto-effect op het bbp zal afhangen van de relatieve verschillen tussen de consumptie/investeringsneiging van de kredietnemers

(die minder zullen kunnen consumeren of investeren in woningen) en die van de kredietgevers (die meer zullen kunnen consumeren of investeren). Zoals Tobin (1980) stelt 'debtors have borrowed for good reasons, most of which indicate a high marginal propensity to spend from wealth or from current income or from any other liquid resources they can command', wat impliceert dat een deleveragingproces meestal een negatief vraageffect sorteert (zie ook Eggertsson en Krugman, 2012).

Al met al zal deleveraging tijdens een financiële *bust* dus zowel de particuliere consumptie als de investeringen in woningen terugdringen. In zijn World Economic Outlook van april 2012 analyseert het IMF een steekproef van 99 periodes tussen 1980 en 2011, gespreid over 24 OESO-landen en Taiwan, tijdens welke de woningprijzen sterk daalden. Uit deze analyse blijkt dat de impact van de financiële *bust* sterk afhangt van de omvang van de eraan voorafgaande *boom*. Voor zover de *bust* periodes voorafgegaan werden door een aanzienlijke schuldopbouw (*high-debt busts*), hadden ze op de particuliere consumptie een significant negatieve impact die te wijten was aan een combinatie van een grotere deleveraging en een sterkere daling van de woningprijzen. Ook voor de investeringen in woningen werd een grotere daling vastgesteld bij de *high-debt busts*, maar die schattingen zijn minder accuraat aangezien niet alle landen gegevens publiceren met betrekking tot de investeringen in woningen.

### 1.3.3 Niet-financiële ondernemingen

Voor de niet-financiële ondernemingen spelen, mits enkele aanpassingen, grotendeels dezelfde kanalen als voor de huishoudens. Voor niet-financiële ondernemingen met een hoge schuld neemt de afbetalingslast een flinke hap uit hun vrije kasstromen, waardoor ze minder interne middelen overhouden om (deels) eventuele bedrijfsinvesteringen te financieren. Bovendien zijn dergelijke ondernemingen gevoeliger voor een daling van de kasstromen of voor een stijging van de kredietrente. Kleinere ondernemingen zullen veelal zwaarder door dergelijke schokken worden getroffen en ze hebben ook minder alternatieve financieringsbronnen, waardoor ze zich verplicht zullen zien hun schuldgraad sterker af te bouwen en bepaalde investeringen te schrappen. Voor grote ondernemingen is het minder duidelijk in welke mate er een vraaggedreven deleveraging zal optreden. Er bestaan twee grote theorieën met betrekking tot de optimale kapitaalstructuur van ondernemingen, het *trade-off* model en de *pecking order* theorie, waarbij enkel de eerste theorie ruimte laat voor vraaggedreven deleveraging. Volgens dit *trade-off* model bepalen ondernemingen hun optimale kapitaalstructuur door de marginale kosten en baten van extra schuld-financiering tegen elkaar af te wegen. Zolang de baten

(bv. belastingvoordeel van schuldfinanciering) groter zijn dan de zogenoemde *cost of distress* (bv. een hogere kans op wanbetaling), zullen ondernemingen hun rendabele investeringsprojecten blijven financieren met extra vreemd vermogen. Indien de economische situatie evenwel verslechtert en/of de schuldgraad het optimale peil dreigt te overstijgen (d.w.z. dat de gepercipieerde *cost of distress* uitstijgt boven de baten van extra schuld), zullen de ondernemingen een vraagedreven deleveragingproces initiëren. Volgens het alternatieve *pecking order* model is er evenwel geen ruimte voor een vraagedreven deleveraging omdat ondernemingen – door het probleem van asymmetrische informatie – een duidelijke voorkeur hebben inzake financieringsbronnen, onafhankelijk van het peil van hun schuldgraad. Ondernemingen zouden hun investeringen in de eerste plaats zoveel mogelijk financieren met interne middelen. Vervolgens gaat hun voorkeur uit naar schuldfinanciering en pas in laatste instantie zullen zij een beroep doen op de uitgifte van aandelen. De empirische literatuur biedt evenwel geen sluitend antwoord op de vraag welk van beide theorieën primeert, waaruit kan worden besloten dat ook in het geval van grote niet-financiële ondernemingen rekening moet worden gehouden met de mogelijkheid van een vraagedreven deleveraging, die zal wegen op de bedrijfsinvesteringen.

Het kanaal van de aanbodgedreven deleveraging speelt voor niet-financiële ondernemingen weliswaar evenzeer als voor de huishoudens, maar de impact op de bedrijfsinvesteringen kan kleiner zijn. Indien de schuldgraad van de niet-financiële ondernemingen al te sterk oploopt, zullen de kredietverstrekkers hierop reageren door naast het verhogen van de marges ook de overige kredietvoorwaarden aan te scherpen: zo kunnen ze de looptijd of de omvang van het krediet beperken of de ondernemingen meer waarborgen vragen, waardoor de kredietverlening zal dalen. Een dergelijke vermindering van het kredietaanbod zal vooral sterk wegen op de investeringen van de kmo's aangezien deze, net als de huishoudens, nauwelijks over alternatieve financieringsbronnen beschikken. Daarentegen zal de impact op de bedrijfsinvesteringen van de grotere en sterkere niet-financiële ondernemingen wellicht kleiner zijn, omdat zij nog een beroep kunnen doen op de uitgifte van bedrijfsobligaties of aandelen, zeker als de kredietverkrapping in de eerste plaats het gevolg is van een bankencrisis waardoor vooral de banksector zijn kredietaanbod zal beperken.

Tot slot zal de daling van de beurskoersen tijdens de financiële *bust* ook een meer directe negatieve invloed uitoefenen op de bedrijfsinvesteringen, aangezien het dan interessanter wordt om bestaande ondernemingen op te kopen, eerder dan nieuwe ondernemingen op te starten (Brainard en Tobin, 1968).

Algemene empirische evidentie omtrent de impact van deleveraging op de bedrijfsinvesteringen is moeilijker te vinden. Voor het eurogebied vinden Buca en Vermeulen (2012) indirecte evidentie van een *bank credit crunch* in 2009. Zij concluderen dat vooral de ondernemingen die meer afhankelijk waren van bankkredieten, hun investeringen in 2009 hebben afgebouwd: de investeringsgraad van de kleine en middelgrote ondernemingen daalt gemiddeld beschouwd met 4,6 procentpunt indien de bancaire schuldgraad met 10 procentpunt stijgt, bij een constante totale schuldgraad. Voor Italië besluit Gaiotti (2013) dat ondernemingen die met een beperking van het kredietaanbod worden geconfronteerd, hun investeringen met gemiddeld 10-15% neerwaarts bijstellen. Tijdens recessies is dat effect evenwel bijna dubbel zo groot, aangezien de ondernemingen dan ook minder alternatieve financieringsbronnen kunnen aanboren.

## 2. Verloop en omvang van de totale schuld

### 2.1 Schulddynamiek in België en in het eurogebied

#### 2.1.1 Historisch overzicht

Op basis van langetermijnreeksen werden de meeste economieën van het eurogebied de laatste drie decennia gekenmerkt door een opmerkelijke schuldopbouw en een toename van de leverage. In grafiek 2 wordt deze schuldopbouw geïllustreerd: voor België vanaf 1980 en voor het eurogebied vanaf 1999. In het eurogebied als geheel nam de gezamenlijke geconsolideerde brutoschuldgraad<sup>(1)</sup> van de niet-financiële private en overheidssector toe van 173% bbb begin 1999 tot 233% bbb eind 2012; deze bevindt zich aldus op het hoogste niveau sinds de oprichting van de EMU. Ook in België bevindt de brutoschuld van de totale niet-financiële sector (249% bbb eind 2012) zich rond een historisch hoog niveau.

De sterke toename van de geaggregeerde schuld tijdens de afgelopen decennia is niet eigen aan de economieën van het eurogebied; ze was een internationaal gegeven. Voor een groep van achttien geavanceerde economieën stellen Cecchetti et al. (2011) vast dat de totale schuldgraad, gemiddeld beschouwd, sedert het begin van de jaren tachtig zogoed als verdubbeld is. Het exacte schuldtraject en de verdeling van de schuldopbouw over de

(1) Tenzij anders vermeld, wordt in dit artikel voor elk land en voor iedere institutionele sector de geconsolideerde brutoschuldgraad gehanteerd, waarbij de geconsolideerde brutoschuld wordt uitgedrukt in procenten van het jaarlijks nominaal bbb (voor meer informatie, zie Kader 1).

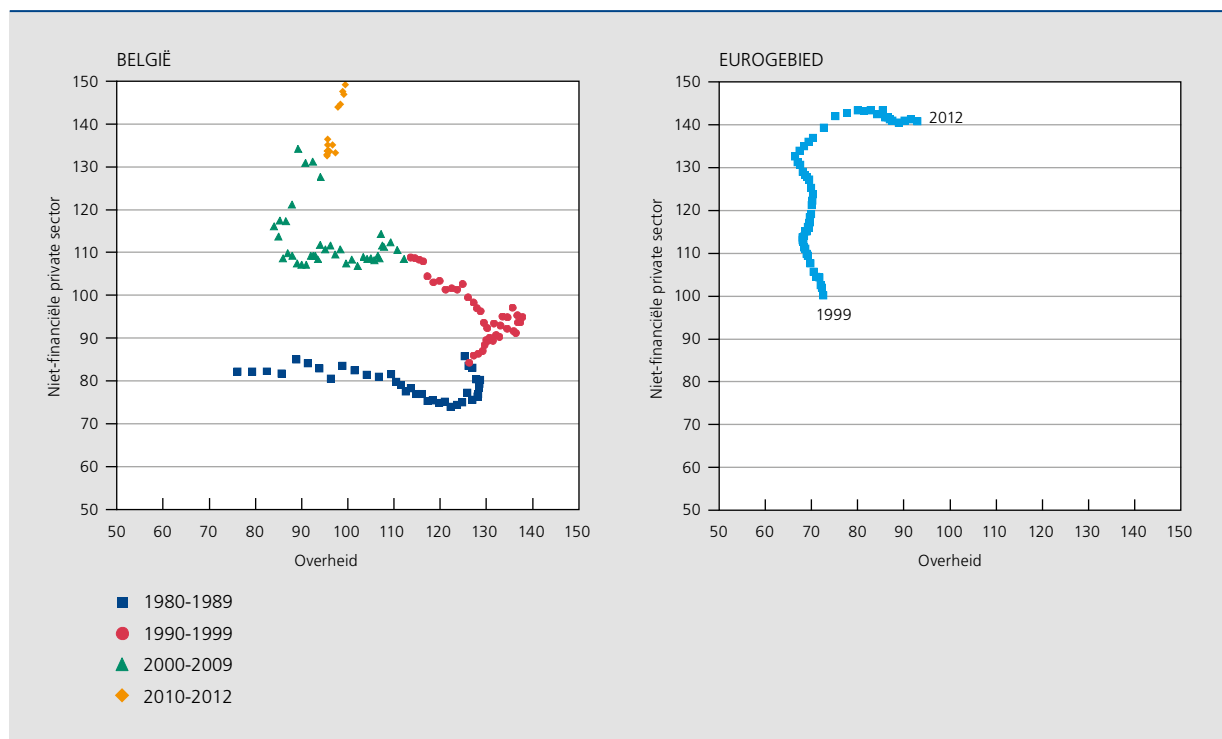
private sector en de overheid verschilt evenwel van land tot land.

In België is er ten opzichte van 1980 een algemene toename van de schuldgraad, zowel voor de overheidssector als voor de niet-financiële private sector. De schuldgraad steeg evenwel niet constant en periodes van stijging werden afgewisseld met periodes waarin ofwel de schuldgraad van de private sector zich stabiliseerde ofwel deze van de overheid werd gereduceerd. Tijdens het afgelopen decennium werd de schuld voornamelijk opgebouwd in de private sector. De schuldgraad van de Belgische niet-financiële private sector is sedert 1980 aanzienlijk gestegen met ongeveer 65 procentpunt bbp, een stijging die grotendeels in twee fasen plaatshad: een toename gedurende de jaren negentig met 25 procentpunt bbp en een tweede fase voornamelijk sinds de tweede helft van de jaren 2000, waarin de schuldgraad met 40 procentpunt bbp opliep tot een hoogtepunt van 149 % bbp eind 2012. Na een langdurige afbouw van de overheidsschuld sinds het piekniveau van 138 % bbp eind 1993 tot 84 % bbp eind 2007, bevindt de overheidsschuld zich als gevolg van de financiële crisis opnieuw op een opwaarts traject; eind 2012 was deze opgelopen tot 99,8 % bbp. Aldus wordt de meest recente periode (sinds de start van de financiële

crisis in 2007) gekenmerkt door een toename van zowel de private als de overheidsschuld.

In het eurogebied, waarvoor pas sedert 1999 gegevens beschikbaar zijn, concentreerde de schuldpbouw zich tijdens het afgelopen decennium, net als in België, voornamelijk in de niet-financiële private sector. De schuldgraad van deze sector steeg sinds 1999 met meer dan 40 procentpunt bbp, namelijk van ongeveer 100 % bbp tot een piek van 144 % bbp medio 2010. Anders dan in België wordt voor de niet-financiële private sector sedertdien evenwel een licht dalende trend van de schuldgraad opgetekend, terwijl die van de overheid verder oploopt. Dit patroon waarbij, na een financiële crisis, een gefaseerd deleveragingproces wordt vastgesteld met eerst schuldafbouw door de private sector – vaak ten koste van schuldpbouw door de overheidssector – en pas in een tweede fase deleveraging door de overheidssector, is niet ongebruikelijk (McKinsey Global Institute, 2012). Sinds de financiële crisis is de overheidsschuld, net als in België, fors toegenomen als gevolg van, onder meer, de werking van de automatische stabilisatoren, een aantal contracyclische maatregelen, en de ondersteuning van de financiële sector gedurende de crisis. De overheidsschuld van het eurogebied steeg zodoende

**GRAFIEK 2** SCHULDTRAJECT IN BELGIË EN IN HET EUROGEBIED  
(geconsolideerde brutoschuldgraad, in % bbp)



Bronnen: EC, ECB, NBB.

met 26 procentpunt bbp van 66,4% bbp eind 2007 tot 92,7% bbp eind 2012<sup>(1)</sup>.

Ter verklaring van de stijgende trend die de schuldgraad de laatste decennia in de meeste economieën heeft laten optekenen, wordt vaak gewezen op een vlottere krediettoegang die werd gestimuleerd door financiële innovaties. Voorts deed de schuldopbouw zich voor tegen de achtergrond van lage risicopremies en een dalende trend van de reële rente, waardoor de draagkracht om nieuwe schulden aan te gaan, toenam. Tot slot speelden ook fiscale factoren een rol, gelet op de dikwijls voordeliger behandeling van de rentelasten die door de jaren heen door sommige overheden werd uitgewerkt, zowel voor de ondernemingen als voor de huishoudens, vooral wat het hypothecair krediet betreft.

### 2.1.2 Versnelling van de schuldopbouw in het eurogebied

Hoewel de schuldopbouw tijdens het afgelopen decennium in België en in het eurogebied aansloot bij een reeds eerder ingezette trend, trok het tempo van de schuldaccumulatie in de tweede helft van de jaren 2000 fors aan, voornamelijk in de niet-financiële private sector. Het tempo varieerde evenwel sterk van land tot land. Grafiek 3 toont de schuldopbouw in de overheids- en de private sector over de periode 2005 tot medio 2010. Nadien ging de schuldaccumulatie in het eurogebied in zijn geheel vertragen door toedoen van de private sector, die zijn schuldgraad zelfs zag teruglopen, zoals wordt toegelicht in paragraaf 4 van dit artikel.

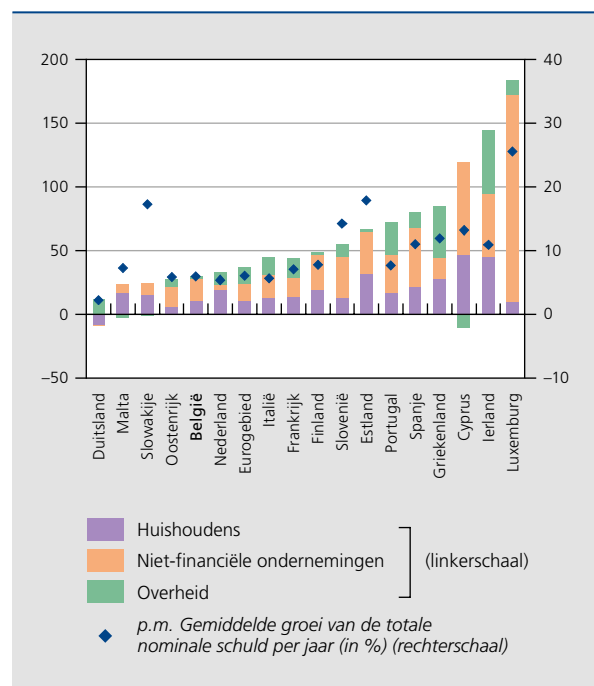
De snelle toename van de schuldgraad over de periode 2005 tot medio 2010 is te wijten aan een 'actieve' opbouw, waarbij de nominale schuld aanzienlijk sneller groeide dan het nominaal bbp. Gemiddeld voor het eurogebied nam de totale nominale schuld per jaar met 6,1% toe, tegen 2,5% voor het nominaal bbp. Deze periode kan dus worden bestempeld als een uitgesproken opwaartse fase in de financiële cyclus, waarbij de meeste economieën in het eurogebied een aanzienlijke toename van de leverage lieten optekenen. Bij de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen deed de actieve leveraging zich voor tegen de achtergrond van gunstige kredietvoorwaarden, financiële innovaties, stijgende woningprijzen en, in sommige gevallen, ook bevorderlijke fiscale en institutionele factoren.

(1) Dit cijfer wordt ook beïnvloed door de toenemende kredietverlening tussen de verschillende centrale overheden van het eurogebied in het kader van de financiële crisis. Eurostat publiceert voor het aggregaat van het eurogebied ook een cijfer waaruit deze financiering werd gelicht (90,6% bbp eind 2012). In dit artikel wordt de overheidsschuld van het eurogebied evenwel weergegeven inclusief de financiering tussen de lidstaten en dit ten behoeve van de vergelijkbaarheid met de cijfers van de overheidsschuld van de lidstaten, alsook ten behoeve van de vergelijkbaarheid met de aggregaten voor het eurogebied van de schuld van de andere institutionele sectoren (waarvoor evenmin een consolidatie tussen de lidstaten wordt toegepast).

De schuldopbouw werd, zeker in de aanloop naar de financiële crisis, ondersteund door de krachtige groei van de bancaire kredietverlening die, in een lage renteomgeving, werd versneld door de werking van de financiële accelerator (zie paragraaf 1). Met name de stijgende vastgoedprijzen wakkerden zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde de kredietverlening aan de huishoudens aan. Aan de vraagzijde werden – teneinde te voldoen aan de hogere prijzen – steeds grotere gemiddelde bedragen geleend, waar – aan de aanbodzijde – aan tegemoet werd gekomen door smallere marges, het versoepelen van de leenquotiteit en het aanbieden van langere looptijden zoals voor het eurogebied over die periode blijkt uit de *Bank Lending Survey* (voor het belang van de kredietvoorwaarden voor de kredietgroei, zie Hempell en Kok Sørensen, 2010). Bovendien verhulden de stijgende vastgoedprijzen in zekere zin de relatieve schuldtoename uitgedrukt ten opzichte van de totale activa, waardoor de schuldopbouw kon plaatshebben zonder dat de risicopremies fors toenamen. Bij de kredietverlening aan ondernemingen speelden soortgelijke factoren, zoals gunstige inschattingen van de economische bedrijvigheid en van de zakelijke waarborgen.

**GRAFIEK 3** SCHULDOPBOUW OVER DE PERIODE 2005 TOT MEDIO 2010<sup>(1)</sup>

(verandering van de geconsolideerde brutoschuldgraad, in procentpunt bbp, tenzij anders vermeld)



Bronnen: EC, ECB, NBB.

(1) De landen worden gerangschikt op basis van de verandering van de totale geconsolideerde brutoschuldgraad van de niet-financiële sector.



De sterkste schuldopbouw over de periode 2005 tot medio 2010 deed zich over het algemeen voor in de perifere landen, waardoor deze veel kwetsbaarder werden voor schokken. Verschillende empirische studies (bv. McKinsey Global Institute, 2010) wijzen in dit verband op het belang van het tempo waarin de schulden worden opgebouwd, onder meer omdat een snel tempo van schuldopbouw het risico doet toenemen dat activa van slechtere kwaliteit worden verworven en het doorgaans ook samenhangt met een soepele kredietverlening (opbouw van leverage in de financiële sector) en/of instabiele kapitaalstromen.

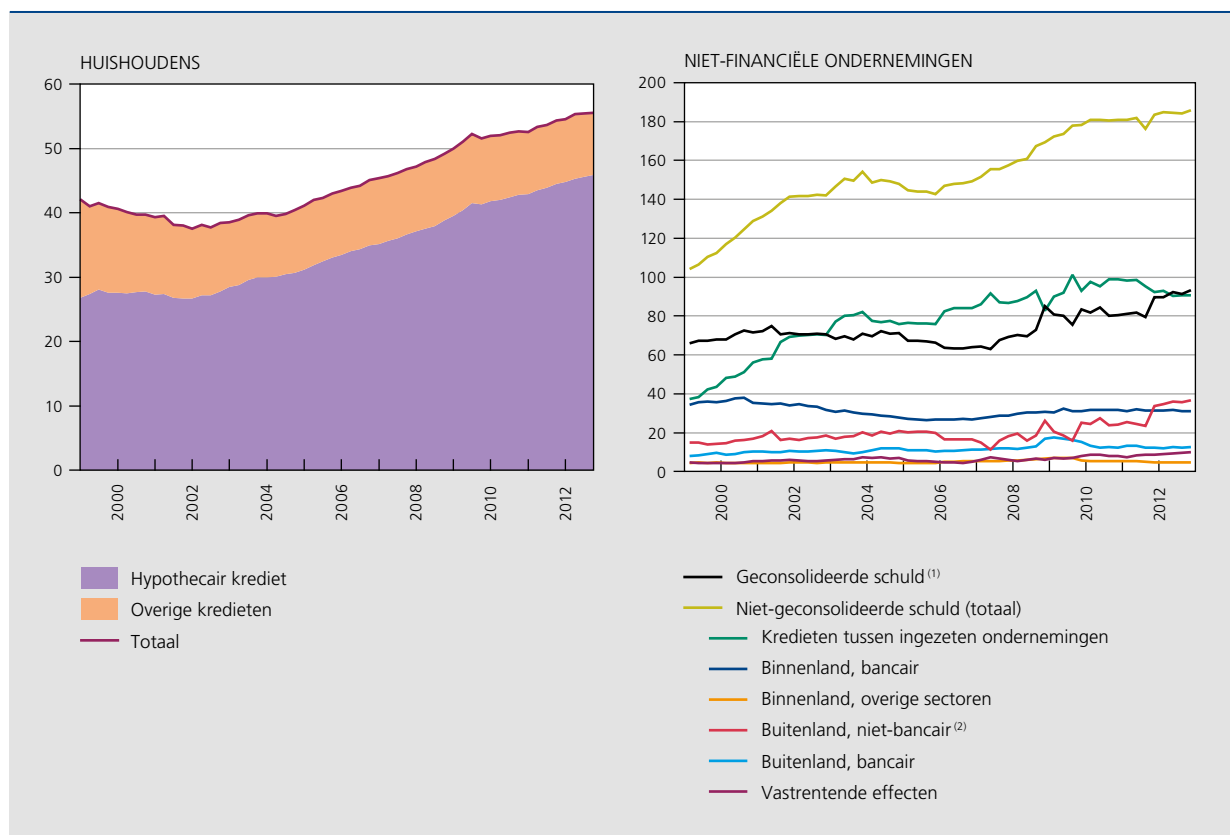
Met uitzondering van Duitsland nam de schuld in het eurogebied in deze periode voornamelijk toe in de niet-financiële private sector (+24 procentpunt bbp) en niet zozeer in de overheidssector (+13 procentpunt bbp), waar ze pas aan het einde van de periode begon op te lopen. Gemiddeld voor het eurogebied was de schuldtoename in de niet-financiële private sector over de periode 2005 tot medio 2010 ongeveer gelijk verdeeld over de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen. In België

nam de schuld van de niet-financiële ondernemingen over dezelfde periode wat sterker toe dan die van de huishoudens.

België ontsnapte niet aan de versnelde schuldopbouw: de schuldtoename bij zowel huishoudens als niet-financiële ondernemingen lag zelfs licht hoger dan in het eurogebied. In ons land spelen, naast de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt en de kredietvoorwaarden, een aantal specifieke fiscale en institutionele factoren een rol in de schuldopbouw.

In België is de schuldopbouw bij de huishoudens (grafiek 4), meer bepaald vanaf 2005, net als in het eurogebied, voornamelijk toe te schrijven aan de sterk stijgende hypothecaire kredietverlening en woningprijzen. Daarnaast viel de stijging van de schuldgraad ook samen met het invoeren van een aantal fiscale hervormingen (stimuli). Een nieuwe, in 2005 ingevoerde fiscale behandeling van de hypothecaire kredieten die sindsdien werden aangegaan, leidde tot een transparanter voordeel,

**GRAFIEK 4** SCHULDEN VAN DE BELGISCHE HUISHOUDENS EN NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN NAAR TYPE  
(in % bbp)



Bron: NBB.

(1) Niet-geconsolideerde schuld verminderd met de financiering verkregen van ingezetene ondernemingen, in de vorm van kredieten of vastrentende effecten.

(2) Omvat de kredietverlening van buitenlandse ondernemingen aan Belgische ondernemingen.

de zogeheten 'woonbonus'. Daarnaast werden vanaf 2009 als onderdeel van het 'herstelplan' enkele fiscale stimuli ingevoerd voor energiebesparende investeringen ('groene kredieten'). Van 2009 tot en met 2011, toen deze maatregelen grotendeels werden beëindigd, leidde dit tot een aanzienlijke toename van het aantal voor renovatie bestemde kredieten. Niettemin bleef de schuldgraad van de huishoudens, net als de woningprijzen, na deze periode verder stijgen.

Ook in de andere landen wordt de schuldtoename en het schuldniveau van de huishoudens in zekere mate bepaald door institutionele en fiscale factoren. Zo kan de sterke toename van de schulden van de Nederlandse huishoudens vóór de crisis deels worden toegeschreven aan een voor de eigenaar/kredietnemer gunstig fiscaal stelsel<sup>(1)</sup>.

Ook de schuldopbouw bij de Belgische ondernemingen (grafiek 4) wordt voor een deel bepaald door een aantal specifieke factoren die toe te schrijven zijn aan de fiscale omgeving. Zo zijn in België de financieringsstromen tussen niet-financiële ondernemingen zeer omvangrijk, wat te maken heeft met de activiteiten van in België gevestigde niet-financiële holdings en financieringsmaatschappijen van multinationals. Deze laatste werden in het verleden aangetrokken door de fiscale voordelen die coördinatiecentra genoten en, sinds 2006, door de zogeheten notionele interestaftrek. Hoewel voornamelijk het niet-geconsolideerde schuldconcept daar de impact van ondergaat (via de financiering tussen ingezeten niet-financiële ondernemingen, die in het niet-geconsolideerde schuldconcept is begrepen en eind 2012 op 93 % bpb werd geraamd), wordt ook het geconsolideerde concept hierdoor beïnvloed voor zover de financiering gaat van een niet-ingezeten naar een ingezeten onderneming. Sinds 2005 is de kredietverlening van verbonden buitenlandse ondernemingen aan in België gevestigde ondernemingen met ongeveer 17 procentpunt bpb toegenomen tot 37 % bpb eind 2012, wat grotendeels de toename van de geconsolideerde schuldgraad met 26 procentpunt bpb over die periode verklaart.

Ten grondslag aan deze schuldopbouw liggen dus financiële stromen die een fiscale optimalisatie beogen, veeleer dan een effectieve financieringsvraag van de ondernemingen. Het onderliggende schuldverloop wordt dus beter ingeschat aan de hand van een schuldconcept dat niet of slechts in geringe mate wordt beïnvloed door deze specifieke financieringsoperaties tussen ondernemingen, bijvoorbeeld aan de hand van de bancaire kredietverlening. Sinds 2005 is deze laatste met slechts 6 procentpunt bpb opgelopen tot 44 % bpb, terwijl de niet-geconsolideerde en de geconsolideerde schuldgraad van de niet-financiële ondernemingen opliepen met

respectievelijk 41 en 26 procentpunt bpb tot 186 en 93 % bpb.

## 2.2 Schuldniveau en heterogeniteit binnen het eurogebied

Door de oplopende schuld van de niet-financiële private sector, en vervolgens ook van de overheidssector, is de geaggregeerde schuldgraad in het eurogebied en in de meeste lidstaten tot een historisch hoogtepunt geklommen (grafiek 5). In het eurogebied nam de gezamenlijke schuldgraad van de niet-financiële sector toe van 173 % bpb begin 1999 tot 233 % bpb eind 2012; in België was dat van 224 % bpb tot 249 % bpb. Net als de schuldtoename loopt het schuldniveau evenwel sterk uiteen van land tot land en van sector tot sector.

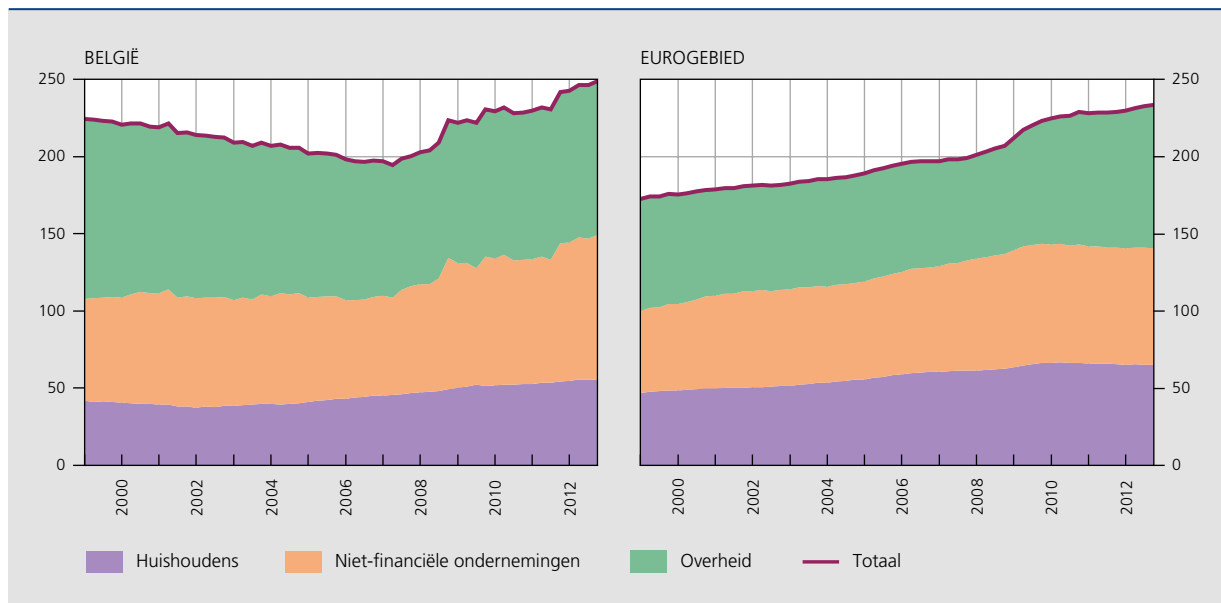
Uit een internationale vergelijking blijkt dat de schuldgraad van de niet-financiële private sector sterk uiteenlopende waarden aanneemt (grafiek 6). Eind 2012 varieerde die waarde van 73 % bpb in Slowakije tot 311 % bpb in Cyprus. Ook de samenstelling van de schuldgraad tussen de ondernemingen en de huishoudens is heterogeen. Net als in het eurogebied ligt de schuldgraad van de huishoudens in de meeste landen lager dan die van de niet-financiële ondernemingen. In Nederland en Duitsland overstijgen de schulden van de huishoudens evenwel die van de ondernemingen. In België ligt de schuldgraad van de huishoudens onder, en die van de niet-financiële ondernemingen licht boven het gemiddelde niveau in het eurogebied.

De geconsolideerde schuldgraad van de niet-financiële private sector in België bevond zich eind 2012 op een niveau (149 % bpb) dat, internationaal beschouwd, nauw aansluit bij het gemiddelde van het eurogebied (141 % bpb).

Het schuldniveau van de private sector hangt evenwel sterk af van de definitie. Vooral België wordt gekenmerkt door een groot verschil tussen de niet-geconsolideerde (241 % bpb eind 2012) en de geconsolideerde schuldgraad (149 % bpb) van de niet-financiële private sector.

(1) Zo kan de rentelast van een hypothecair krediet in Nederland gedurende een termijn van maximaal 30 jaar fiscaal in mindering worden gebracht. Bovendien waren in 2010 in Nederland meer dan de helft van de uitstaande hypothecaire kredieten zogeheten 'aflossingsvrije hypotheek' (DNB, 2011), wat betekent dat de kredietnemer gedurende de looptijd enkel de rentelast draagt, en de hoofdsom pas bij afloop van het krediet terugbetaalt. Voorts werd de Nederlandse markt gekenmerkt door de mogelijkheid van *home equity withdrawal*, waarbij de eventuele meerwaarden op de woning ten gevolge van een stijging van de woningprijzen supplementair kunnen worden geleend. Een aantal van deze systemen werd sinds de crisis evenwel teruggeschoefd. Zo werd in het Stabiliteitsprogramma van Nederland van april 2012 bepaald dat met ingang van 1 januari 2013 de renteaftrek zou worden beperkt tot hypotheek die volledig worden afgelost en dit ten minste volgens een annuïtair aflossingsschema, dat zijn hypotheek die periodiek via een vast bedrag, dat zowel kapitaal als rente omvat, worden afgelost.

**GRAFIEK 5** GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULDGRAAD VAN DE NIET-FINANCIËLE SECTOR<sup>(1)</sup>: VERLOOP  
(in % bbp)



Bronnen: EC, ECB, NBB.

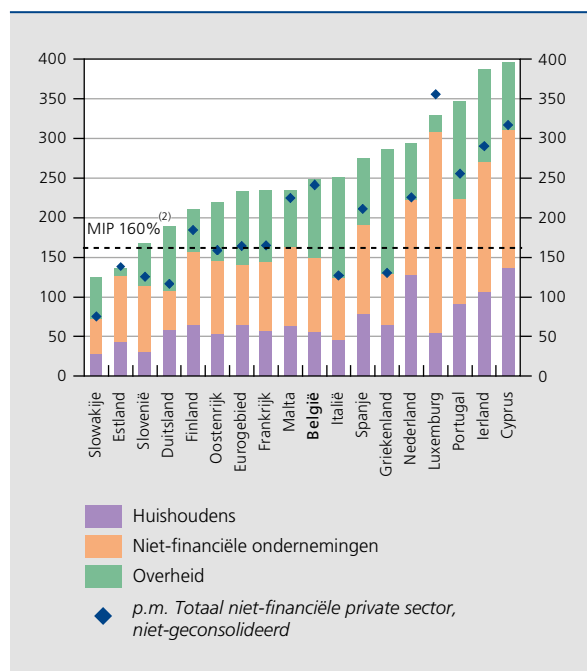
(1) Gegevens tot en met het vierde kwartaal van 2012. Kwartaalgegevens voor de schuldgraad van de niet-financiële private sector. Jaargegevens voor de overheidsschuld (aan het einde van de periode), lineair geïnterpoleerd op kwartaalbasis.

Ook in Luxemburg loopt dit verschil hoog op. Zoals reeds vermeld, geeft dit verschil voornamelijk de omvang weer van de financiering tussen de ingezetenen ondernemingen. Kader 1 bevat een toelichting bij het in dit artikel gehanteerde geconsolideerde schuldconcept en een bespreking van de verschillen met andere definities.

Wordt het schuldniveau van de overheid toegevoegd aan dat van de private sector, dan blijft de conclusie van een grote heterogeniteit tussen de landen overeind. De totale schuldgraad varieerde eind 2012 van 125% bbp in Slowakije tot 397% bbp in Cyprus. Een aantal landen, waaronder België, zien hun relatieve positie ten opzichte van een rangschikking op basis van de private schuld verslechteren als gevolg van de hoge overheidsschuld. Landen met een zware overheidsschuld zijn genoegzaam bekend. Binnen het eurogebied hadden eind 2012 Griekenland, Italië, Portugal, Ierland en België de hoogste overheidsschuldgraad. In slechts vijf van de zeventien lidstaten (Estland, Luxemburg, Slowakije, Finland en Slovenië) bevond de schuldgraad van de overheid zich onder het Maastricht-criterium van 60% bbp.

De landenrangschikking leert dat de landen die tijdens de financiële crisis kwetsbaar bleken, veelal ook deel uitmaken van de landen met de hoogste geaggregeerde schuldgraad. Landen die tijdens de crisis als financieel stabiel werden beschouwd, zoals Duitsland en Finland, hebben

**GRAFIEK 6** GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULDGRAAD VAN DE NIET-FINANCIËLE SECTOR: INTERNATIONALE VERGELIJKING<sup>(1)</sup>  
(in % bbp, eind 2012)



Bronnen: EC, ECB, NBB.

(1) De landen worden gerangschikt op basis van de totale geconsolideerde brutoschuldgraad van de niet-financiële sector.

(2) Drempelwaarde die in de MIP door de EC wordt gehanteerd voor het beoordelen van het niet-geconsolideerde schuldniveau van de niet-financiële private sector.

dan weer een lage schuldgraad. Het niveau van de bruto-schuldgraad is evenwel niet noodzakelijkerwijs voldoende discriminerend, gegeven dat de financiële kwetsbaarheid

van een land, en bijgevolg de houdbaarheid van zijn schuld, nog door tal van andere factoren wordt bepaald, zoals wordt toegelicht in paragraaf 3 van dit artikel.

## Kader 1 – Schuldconcepten en definities

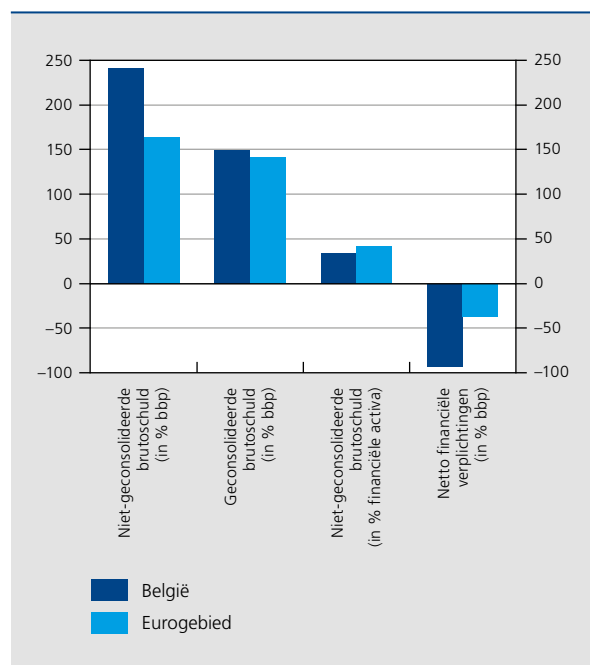
Het niveau van de schuldgraad is sterk afhankelijk van de gehanteerde definitie. Hetzelfde geldt voor de relatieve positie van een land en voor de eraan verbonden beleidsboodschappen, zoals blijkt uit een vergelijking, volgens vier maatstaven, van het schuldniveau in de niet-financiële private sector tussen België en het eurogebied :

- de niet-geconsolideerde brutoschuld, in % bbp ;
- de geconsolideerde brutoschuld, in % bbp ;
- de niet-geconsolideerde brutoschuld, in % financiële activa ;
- de netto financiële verplichtingen, in % bbp.

Op basis van de meest courante schuldindicator in internationale analyses, namelijk de niet-geconsolideerde brutoschuld in procenten bbp, oogt de financiële positie van de Belgische niet-financiële private sector zwak : eind 2012 bedroeg de schuldgraad 241 % bbp, tegen 164 % bbp in het eurogebied ; hij overschreed aldus ruim de drempelwaarde van 160 % bbp, waarboven er volgens de MIP aanwijzingen zijn van een macro-economische evenwichtsverstoring.

### SCHULDNIIVEAU VAN DE NIET-FINANCIËLE PRIVATE SECTOR<sup>(1)</sup> VOLGENS VERSCHILLENDE DEFINITIES

(eind 2012)



Bronnen : EC, ECB, NBB.

(1) Huishoudens en niet-financiële ondernemingen.

Op basis van de geconsolideerde brutoschuldgraad, is de schuldenlast van de Belgische niet-financiële private sector evenwel vergelijkbaar met die van het eurogebied (respectievelijk 149 en 141 % bbp). Het verschil tussen de niet-geconsolideerde en geconsolideerde schuldgraad stemt overeen met de financiering tussen entiteiten van eenzelfde ingezeten institutionele sector (bv. kredietverlening tussen ondernemingen). Deze financiering loopt in België bijzonder hoog op (93 % bbp) door, met name, de sterke aanwezigheid van niet-financiële holdings en financieringsmaatschappijen van multinationals; in het eurogebied bleef het verschil tussen beide schuldconcepten eind 2012 beperkt tot 23 % bbp. Hoewel de geconsolideerde schuldgraad niet in het MIP-scoreboard van elf indicatoren is opgenomen, fungeert hij wel als 'alternatieve' indicator waarop de Europese Commissie haar uiteindelijke evaluatie mede baseert. Derhalve beoordeelt de Europese Commissie in haar laatste *in-depth review* van België (EC, 2013) de schuldpositie van de private sector niet als onevenwichtig.

Wordt de niet-geconsolideerde brutoschuld uitgedrukt in procenten van de totale financiële activa, dan scoort België zelfs beter dan het eurogebied. Dit kan worden toegeschreven aan de veel omvangrijker financiële activa van de private sector in België (719 % bbp) dan in het eurogebied (389 % bbp). Naast een structureel groter spaarvolume wordt de omvang van deze (niet-geconsolideerde) activa ook grotendeels bepaald door de wederzijdse vorderingen tussen de ingezeten niet-financiële ondernemingen (218 % bbp in België). Opnieuw moet dus worden verwezen naar de financiële relaties tussen ondernemingen. Een door deze relaties teweeggebrachte uitbreiding van het passief (hetzij door schulden, hetzij door eigen vermogen) verhoogt bij herverdeling van deze stromen naar andere ondernemingen of naar de moedermaatschappij (bv. via kredieten) ook de vorderingen van de ondernemingssector. Zo past deze leveragemaatstaf een soort van consolidatie toe (aangezien een deel van de financiële interbedrijfsrelaties zowel in de teller als in de noemer begrepen zijn). Doorgaans is deze maatstaf evenwel volatieler dan de in procenten bbp uitgedrukte schuldgraden, gelet op de prijsschommelingen van de financiële activa.

Hanteert men de nettoschuld, dan is de financiële positie van de Belgische private sector uiteindelijk heel wat gezonder dan die in het eurogebied, wat scherp contrasteert met de conclusie op basis van de niet-geconsolideerde brutoschuld<sup>(1)</sup>. De nettoschuld is hier berekend als het verschil tussen de totale financiële verplichtingen (inclusief aandelen, dus ruimer dan schulden) en de financiële activa. Voor de private sector is deze indicator negatief, wat overeenstemt met een positief netto financieel vermogen. Dit valt in België voornamelijk toe te schrijven aan het omvangrijk netto financieel vermogen van de huishoudens, dat eind 2012 opliep tot € 806 miljard of 214 % bbp, de hoogste waarde van het eurogebied.

Behalve naar de schuldpositie van de niet-financiële private sector – i.e. de huishoudens (S14 en S15 volgens de terminologie van de nationale rekeningen) en de niet-financiële ondernemingen (S11) – gaat de aandacht in dit artikel uit naar de schuldpositie van de overheid (S13). Er zij opgemerkt dat het onderscheid tussen de verschillende schuldconcepten hier minder relevant is. Gelet op de beperkte wederzijdse vorderingen en de beperkte financiële activa die de overheid aanhoudt, zijn de verschillen tussen het niet-geconsolideerde en het geconsolideerde schuldconcept<sup>(2)</sup> en tussen de bruto- en de nettoschuld minder uitgesproken dan bij de private sector.

Tot slot zij opgemerkt dat de totale schuld van de economie in dit artikel wordt gedefinieerd als die van de huishoudens, de niet-financiële ondernemingen en de overheid, en dat in dit aggregaat bijgevolg niet de schuld van de financiële sector begrepen is. De schuld van de financiële sector als louter financieel intermediair vindt immers niet haar oorsprong in een eigen finale investering, maar wel in die van de overige sectoren. Toch is de balanspositie van de financiële sector, zoals overigens ook tijdens de crisis is gebleken, van groot belang voor de

(1) Voor het economisch belang van de nettoschuldgraad ten opzichte van de brutoschuldgraad, zie Van Nieuwenhuyze (2013).

(2) De consolidatie van de overheidsschuld betreft, net als bij de geconsolideerde schuldgraad van de andere sectoren, een consolidatie ten opzichte van de eigen ingezeten sector. Voor het aggregaat van het eurogebied wordt in dit artikel geen consolidatie toegepast tussen de verschillende lidstaten. Zo omvat de overheidsschuld van het eurogebied de financiering tussen de verschillende centrale overheden.



macro-economische ontwikkelingen. Enerzijds hebben de overheden van tal van landen kapitaalinjecties moeten verrichten om de balanspositie van hun banken te versterken, waardoor de overheidsschuld is toegenomen. Anderzijds kan de balanspositie van de financiële sector via de invloed die hij uitoefent op de financiële intermediaatie een aanzienlijke impact hebben op het schuldverloop van de niet-financiële private sectoren, zoals ook wordt toegelicht in paragraaf 4 van dit artikel die gaat over deleveraging.

### 3. Houdbaarheid van de schuldpositie

Gelet op de snelle toename en het historisch hoog niveau van de schuldgraad is de kans op een significante en langdurige deleveraging in het eurogebied toegenomen. De financiële crisis toont immers aan dat de houdbaarheid van de opgebouwde schuld werd ondermijnd wat, zoals aangevoerd in paragraaf 1, aanleiding kan geven tot verschillende vormen van deleveraging (aanbod- en/of vraaggedreven). De in paragraaf 2 van dit artikel aangetoonde heterogeniteit tussen de schuldposities van de verschillende landen en sectoren in het eurogebied wijst erop dat de houdbaarheid van de schuld (en dus de mogelijke deleveraging) varieert van land tot land en van sector tot sector.

Daarom wordt in deze paragraaf, per land, de houdbaarheid nagegaan van de huidige schuldposities (i.e. op basis van data tot en met eind 2012) voor de drie niet-financiële sectoren, namelijk de huishoudens, de niet-financiële ondernemingen en de overheid, afzonderlijk en in hun geheel. Dit geeft ook de landen en sectoren aan waar een balanssanering het meest noodzakelijk is.

Houdbaarheid is een complex begrip waarover geen consensus bestaat wat definitie en meetbaarheid betreft (zie Wyplosz, 2007). Zo bestaat er geen ondubbelzinnige definitie van een evenwichtsniveau voor de schuldgraad, voornamelijk in de private sector. Het verdient bijgevolg aanbeveling de analyse van de houdbaarheid multidimensionaal te benaderen door meerdere variabelen te belichten<sup>(1)</sup>. McKinsey Global Institute (2010) identificeert een aantal deelindicatoren om de houdbaarheid van de schuld op die manier in kaart te brengen:

- het niveau van de schuldgraad en componenten ervan: een hoge schuldgraad ten opzichte van vergelijkbare landen of sectoren, of gemeten ten opzichte van een absolute *threshold*, kan wijzen op een excessief schuld-niveau. Zo hanteert de MIP (als één van de elf indicatoren voor het identificeren van macro-economische on-evenwichtigheden) een niveau van 160 % bbp voor de niet-geconsolideerde schuldgraad als drempelwaarde voor een excessief schuld-niveau van de niet-financiële

- private sector. Voor de overheidsschuld wordt sinds het Verdrag van Maastricht een drempelwaarde van 60 % bbp gehanteerd. Het bestaan van dergelijke – niet noodzakelijkerwijs identieke – drempelwaarden voor de schuldgraad van de niet-financiële sectoren wordt ook geopperd in een aantal empirische studies (bv. Cecchetti et al., 2011). Zoals ook reeds in Kader 1 is gebleken voor het specifieke geval van de Belgische private sector, mogen deze waarden evenwel niet te sterk worden veralgemeend (zie ook Egert, 2012). Bij het afzetten van de landspecifieke schuldgraden tegen deze drempelwaarden, worden bij voorkeur ook institutionele en structurele factoren in rekening gebracht<sup>(2)</sup>;
- de toename van de schuldgraad: een significant hoge groei ten opzichte van de historische trend of van vergelijkbare landen (bv. Jordà et al., 2011), kan wijzen op een te snelle kredietexpansie, waarmee mogelijkterwijs activa van lagere kwaliteit worden verworven;
- de samenstelling van de schuld: de gevoeligheid van de sectoren voor hun schuldpositie wordt ook bepaald door de samenstelling van de schuld, in termen van looptijden (kort en lang), variabele of vaste rente, tegenpartijen en valuta. Over het algemeen wordt een lange looptijd van de schuld als minder risicovol beschouwd dan wanneer er veel schulden op korte termijn vervallen (*roll-over risk*). Hetzelfde geldt voor contracten met een vaste rente, aangezien een vaste rente, vergeleken met een variabele rente, de gevoeligheid voor renteschommelingen (*renterisico*) vermindert; dit is ook het geval voor schuld uitgegeven in de eigen munt, die het wisselkoersrisico beperkt. Tot slot kan een aanzienlijk buitenlands houderschap van de schuld in een context van volatiele en instabiele kapitaalstromen (*sudden stops*) als nadelig worden beschouwd;
- de afbetalingscapaciteit van de sectoren: de afbetalingscapaciteit wordt gemeten in verhouding tot het beschikbaar inkomen en/of de winst. De afbetalingslast

(1) Er zij tevens opgemerkt dat analyses over de houdbaarheid van de schuldpositie voor de overheid vrij courant zijn (zie onder meer ECB (2011) en de jaarlijkse evaluaties door de EC (2012)), in tegenstelling tot die voor de private sector. Balassone et al. (2011) geven een overzicht van verschillende methoden die op de overheidsschuld kunnen worden toegepast.

(2) Zo is in de Belgische en Luxemburgse niet-financiële private sector een relatief hoge niet-geconsolideerde schuldgraad toerekenbaar omdat de geconsolideerde schuldgraad er ruimschoots lager ligt.

kan worden geanalyseerd op basis van het totaal van de kapitaalaflossingen en de te betalen rente (*debt service burden*). Vanwege ontoereikende data over de kapitaalaflossingen blijft de analyse vaak beperkt tot de rentelast (*interest rate burden*);

- de kwetsbaarheid van de sectoren en randvoorwaarden: de kwetsbaarheid kan worden gemeten op basis van inkomensveranderingen of ten aanzien van wijzigingen in de financieringsvoorwaarden. Sectoren met een relatief geringe volatiliteit van de inkomens en/of met een grote reserve aan liquide activa zijn minder gevoelig voor recessies of andere algemene situaties van inkomensverlies. Bijgevolg kunnen sectoren met aanzienlijke financiële reserves of met een omvangrijk netto financieel vermogen doorgaans een hoger bruto-schuldniveau onderhouden.

De *heat map* in tabel 1 vat de resultaten samen van de houdbaarheidsanalyse. Deze werd geoperationaliseerd voor de respectieve niet-financiële sectoren op basis van een aantal sleutelindicatoren die de houdbaarheid meten: het niveau van en de wijziging in de geconsolideerde bruto-schuldgraad, de opdeling van de schuld in een deel op korte (< 1 jaar) en lange termijn (> 1 jaar), de rentebetalingen ten opzichte van het beschikbaar inkomen voor de huishoudens en ten opzichte van het bruto-exploitatieoverschot voor de ondernemingen<sup>(1)</sup>, en het netto financieel vermogen van de institutionele sectoren. De *heat map* identificeert voor elke houdbaarheidsindicator de vier meest (groen) en minst (oranje) performante landen en rangschikt de landen op basis van een algemene evaluatie die steunt op alle houdbaarheidsindicatoren.

Uit deze tabel blijkt dat de houdbaarheidsrisico's in de sector van de huishoudens veelal samengaan met die in de niet-financiële ondernemingen. Voorts blijkt ook dat de situatie van de overheidssector doorgaans bepalend is voor de algemene rangschikking. Ondanks de hoge netto financiële verplichtingen van de overheid, behoort België tot de sterkere helft van de landen in het eurogebied, wat voornamelijk toe te schrijven is aan de relatief gunstige

financiële positie van huishoudens en ondernemingen. De houdbaarheidsanalyse toont immers aan dat deze sectoren niet met directe problemen kampen en evenmin nood hebben aan deleveraging. In het bijzonder de sector van de huishoudens scoort gunstig<sup>(2)</sup>. Aangaande de niet-financiële ondernemingen doet België het relatief ongunstig wat het aandeel van de korte termijn in het bancaire krediet aan niet-financiële ondernemingen (alsook in hun totale schuld) betreft. Dit ruim aandeel hangt evenwel in hoge mate samen met de activiteiten van de in België gevestigde thesaurieondernemingen die zich voornamelijk op korte termijn financieren.

De algemene rangschikking van de landen in het eurogebied ziet er op het eerste gezicht zinvol uit, gelet op de kwetsbaarheid van de verschillende landen tijdens de crisis. Duitsland en Oostenrijk staan het best gerangschikt; Portugal, Ierland, Griekenland en Cyprus het slechtst. De zwakste landen laten zowel in de niet-financiële private sector als in de overheidssector houdbaarheidsrisico's optekenen. In deze landen is de kans op een algemene balanssanering dus relatief groot.

De multidimensionale analyse wijst in een aantal gevallen op risico's die verborgen zouden blijven, mocht enkel het schuldniveau worden beschouwd. Zo staat de schuld van de Griekse huishoudens grotendeels op korte termijn uit (15,5% van de totale schulden), wat erop wijst dat, hoewel de Griekse huishoudens een relatief laag schuldniveau hebben, er mogelijk zware liquiditeits- en renterisico's aan verbonden zijn. Omgekeerd is de schuldgraad van de Nederlandse huishoudens relatief hoog, maar beschikken zij over een aanzienlijke hoeveelheid financiële activa, waardoor hun insolventierisico verkleint.

Net als in Nederland, gaat de houdbaarheid van de schuldbestand van de niet-financiële private sector er in België flink op vooruit indien de analyse wordt gebaseerd op de netto financiële activa (zie ook Kader 1), meer bepaald voor de huishoudens<sup>(3)</sup>. Dat het netto financieel vermogen een belangrijke indicator is voor de houdbaarheid en de financiële fragiliteit blijkt ook op het niveau van de economie in haar geheel. Samen met Nederland, Duitsland en Finland behoort België tot een kleine groep van landen in het eurogebied die een nettocrediteurpositie hebben tegenover de rest van de wereld, terwijl landen zoals Griekenland, Ierland, Cyprus, Portugal en Spanje gekenmerkt worden door zware netto financiële verplichtingen.

De houdbaarheidsanalyse die wordt uitgevoerd aan de hand van de *heat map* heeft evenwel het nadeel dat ze slechts een momentopname is, en dus geen rekening

(1) Voor de overheid wordt de rentelast (ESR-definitie) uitgedrukt in procenten bbb. Het aandeel van de kortetermijnschuld wordt voor de overheid niet als houdbaarheidsindicator opgenomen, aangezien de hoeveelheid langetermijnschulden van de overheden doorgaans overwegend is.

(2) Bij deze beoordeling is evenwel geen rekening gehouden met factoren die exogeen zijn aan de financiële positie, zoals de ontwikkelingen op de huizenmarkt, en die bij een omslag eventueel de financiële positie kunnen aantasten.

(3) Verdelingsaspecten zijn in dit opzicht evenwel belangrijk. Hoe sterker de financiële activa geconcentreerd zijn bij de huishoudens met een lage schuldenlast of geen schulden, hoe minder ze bijdragen tot de houdbaarheid van de sectorgebonden schuldgraad. Daarnaast kan de capaciteit van de activa als financieringsbasis voor de schulden worden betwist, zeker tijdens een liquiditeitscrisis of zogenoemde *fire sales* (Tirole, 2011) die een aanzienlijke neerwaartse prijsaanpassing met zich brengen. Niettemin vormen deze activa een belangrijk onderdeel van een houdbaarheidsstudie, en moet er worden op gewezen dat de meest illiquide activa in het bezit van de huishoudens (vastgoed) in deze analyse buiten beschouwing worden gelaten en dat het financieel vermogen van de Belgische huishoudens voor een groot deel uit liquide deposito's bestaat.

**TABEL 1** HOUDBAARHEID VAN DE SCHULD VAN DE NIET-FINANCIËLE SECTOR: HEAT MAP<sup>(1)</sup>

	Huishoudens					Niet-financiële ondernemingen					Overheid			
	Schuldniveau (in % bbp, 2012K4)	Schuldvariatie (in procent- punt bbp, 2005K1- 2012K4)	Aandeel korte termijn <sup>(2)</sup> (in %, 2012K4)	Rentelast <sup>(3)</sup> (in %, 2011)	Netto financiële activa (in % bbp, 2012K4)	Schuldniveau (in % bbp, 2012K4)	Schuldvariatie (in procent- punt bbp, 2005K1- 2012K4)	Aandeel korte termijn <sup>(2)</sup> (in %, 2012K4)	Rentelast <sup>(3)</sup> (in %, 2011)	Netto financiële activa (in % bbp, 2012K4)	Schuldniveau (in % bbp, 2012K4)	Schuldvariatie (in procent- punt bbp, 2005K1- 2012K4)	Rentelast <sup>(3)</sup> (in % bbp, 2012)	Netto financiële activa (in % bbp, 2012K4)
DE	59	-12	4,7	2,8	128	49	-4	16	12	-54	82	15	2,5	-51
AT	54	3	8,6	1,7	115	92	14	23	11	-77	73	9	2,6	-51
MT	63	19	8,0	-	173	101	9	21	-	-106	72	3	3,2	-52
SI	30	13	11,1	1,7	71	83	28	32	21	-120	54	27	2,1	-8
FR	57	16	3,3	1,9	140	88	21	19	24	-116	90	25	2,6	-70
BE	56	15	3,2	1,7	214	93	26	36	19	-121	100	6	3,5	-82
ES	80	14	3,8	2,9	84	111	31	20	17	-129	84	39	3,0	-61
EE	44	19	2,1	2,1	53	82	19	9	16	-140	10	5	0,2	33
NL	128	20	2,8	6,5	191	94	3	30	15	-38	71	19	1,8	-42
SK	29	19	9,0	1,5	38	45	7	37	6	-72	52	12	1,9	-25
FI	65	21	6,1	1,7	56	93	23	13	21	-104	53	9	1,4	55
IT	45	14	8,5	0,9	171	80	16	38	8	-110	127	23	5,4	-113
LU	55	10	4,0	2,4	75	254	180	37	55	-160	21	15	0,4	46
CY	136	53	9,6	3,5	113	175	85	24	9	-164	86	15	3,2	-54
EL	64	33	15,5	2,2	63	65	16	40	6	-82	157	58	5,0	-102
IE	106	31	3,7	3,1	84	163	51	28	13	-97	118	89	3,6	-84
PT	91	14	3,9	3,0	134	132	33	27	27	-169	124	60	4,4	-78

Bronnen: ECB, NBB.

(1) De rangschikking van de landen in de tabel is gebaseerd op een rangschikking per variabele, waarbij aan elk land een score werd toegekend gaande van 'laag risico (=1)' naar 'hoog risico (=17)', overeenstemmend met hun plaats in de rangschikking. Daarbij worden de 4 laagst-scorende landen in het 'groen' aangeduid, en de 4 hoogst-scorende in het 'oranje'. Vervolgens werden de landen in oplopende volgorde gerangschikt op basis van (i) het aantal 'oranje' waarden en (ii) de gemiddelde score over de variabelen die voor de respectievelijke landen beschikbaar zijn. De tabel geeft de effectieve waarde van de variabelen weer en niet de score.

(2) Dit betreft het aandeel van de kortetermijnverplichtingen (<1 jaar) in de totale bruto schuld voor de huishoudens, en in het uitstaande bedrag van de door ingezeten banken toegekende kredieten voor de niet-financiële ondernemingen.

(3) De rentelast betreft de rentebetalingen gedurende het volledige jaar 2011, de meest recente observatie die voor alle landen beschikbaar is, die voor de huishoudens en de niet-financiële ondernemingen worden uitgedrukt in procenten van respectievelijk het bruto beschikbaar inkomen en het bruto exploitatieoverschot van dat jaar. Voor de overheid zijn wel gegevens voor het jaar 2012 beschikbaar en worden de rentebetalingen (ESR-definitie) uitgedrukt in procent van het bbp.



houdt met het verloop van de onderliggende indicatoren. Bovendien is ze gebaseerd op macro-economische agregaten, die kwetsbare segmenten kunnen verhullen. Zo kan een lage schuldgraad van de huishoudens op het niveau van de sector toch gepaard gaan met een aanzienlijke hoeveelheid risicovolle micro-economische schuldsposities, bijvoorbeeld wanneer sommige huishoudens kredieten hebben verkregen met een hoge leenquote of wanneer de aflossing beslag legt op een groot deel van hun inkomen. Daarenboven identificeert de *heat map* potentiële risico's op basis van de relatieve positie van een land ten opzichte van andere landen zonder dat daarbij een evaluatie wordt gemaakt van het algemene risiconiveau.

In deze context moet er worden op gewezen dat, in tegenstelling tot het verloop van het schuldniveau in de meeste landen, sinds de financiële crisis een aantal houdbaarheidsindicatoren zijn verbeterd. Zo wordt in nagenoeg alle landen van het eurogebied een verbetering vastgesteld van de financieringsstructuur van zowel de huishoudens als de ondernemingen, aangezien in grotere mate gebruik wordt gemaakt van langlopende kredieten. Ook de rentelasten zijn verbeterd, in het bijzonder voor de niet-financiële private sector. Een en ander heeft echter hoofdzakelijk te maken met de versoepeling van het monetair beleid sinds eind 2008 waardoor, indien dit beleid wordt verkapt, de houdbaarheid opnieuw dreigt te verzwakken. De verbetering is ook niet overal even sterk, gelet op de fragmentatie die momenteel in de monetaire transmissie en, bijgevolg, ook in de bancaire rentetarieven wordt vastgesteld.

Griekenland is een uitzondering op dit vlak. Zo laat de rentelast van de huishoudens, uitgedrukt in procenten van het beschikbaar inkomen, er een sterk opwaartse trend optekenen. Naast een minder gunstig renteverloop dan in de meeste andere landen van het eurogebied, valt deze verslechtering toe te schrijven aan een gebrek aan economische groei, waardoor het beschikbaar inkomen van zowel huishoudens als ondernemingen er aanzienlijk werd afgeremd.

#### 4. Zijn er al tekenen van deleveraging?

Er bestaat weinig twijfel over dat in een aantal landen van het eurogebied de totale schuldgraad de komende jaren (verder) zal moeten dalen. De noodzaak daartoe blijkt onder meer uit de houdbaarheidsanalyse in paragraaf 3. Bovendien leren analyses van historische episoden van deleveraging dat de aanzet tot dergelijke processen vaak wordt gevormd door een financiële crisis. Dergelijke analyses scheppen tevens een referentiekader waar de

recente ontwikkelingen in het eurogebied mee kunnen worden vergeleken. Zo komt McKinsey Global Institute (2010) tot de bevinding dat de 32 bestudeerde episoden van deleveraging die door een financiële crisis werden voorafgegaan, voor de helft kunnen worden omschreven als *belt-tightening*, waarbij de schuld gedurende een vrij lange periode – gemiddeld zes à zeven jaar – trager groeit dan het nominaal bbp<sup>(1)</sup>. Tijdens die periodes liep de jaar-op-jaar groei van de kredietverlening gemiddeld beschouwd terug tot 2 % (tegen 21 % tijdens de tien jaar vóór de aanvang van de deleveraging) en daalde de totale schuldgraad met gemiddeld 40 procentpunt bbp. Vooral de ervaringen van Zweden en Finland in de jaren negentig lijken erop te wijzen dat in eerste instantie enkel de schuldgraad van de private sector daalt, terwijl de overheidsschuld verder toeneemt tegen de achtergrond van een zeer zwakke bbp-groei. Zodra, in een later stadium, de groei opnieuw aantrekt, daalt evenwel ook de schuldgraad van de overheid (McKinsey Global Institute, 2012).

In lijn met de Scandinavische ervaring heeft de private sector, over het eurogebied als geheel, de eerste fase van deleveraging blijkbaar reeds ingezet. Eind 2012 liet de niet-financiële private sector een schuldgraad optekenen die ongeveer 3 procentpunt bbp lager lag dan die van medio 2010. Dit neemt echter niet weg dat de daling nog ver onder de voorafgaande stijging (met 24 procentpunt bbp) blijft van de schuldgraad tussen het eerste kwartaal van 2005 en het tweede kwartaal van 2010. In tegenstelling tot de schuldgraad van de niet-financiële private sector blijft die van de overheidssector stijgen als gevolg van, onder meer, de werking van de automatische stabilisatoren, een aantal contracyclische maatregelen en de ondersteuning van de financiële sector tijdens de crisis.

Om een duidelijker beeld te verwerven van de recente ontwikkelingen, wordt het verloop van de schuldgraad geanalyseerd voor elk van de drie sectoren in de individuele landen van het eurogebied, waarbij de totale verandering tevens wordt opgesplitst tussen de wijziging in de nominale schuld en de wijziging in het nominaal bbp. De schuldgraad daalt immers niet alleen wanneer de uitstaande schuld afneemt (actieve deleveraging), maar ook wanneer deze schuld minder sterk toeneemt dan het nominaal bbp (passieve deleveraging). Omgekeerd, wanneer het nominaal bbp nog sterker daalt, kan de schuldgraad

(1) Tijdens de overige periodes was de daling van de schuldgraad voornamelijk het gevolg van zeer hoge inflatie (acht episoden), massale wanbetalingen (zeven episoden), of zeer hoge reële groei (één episode).

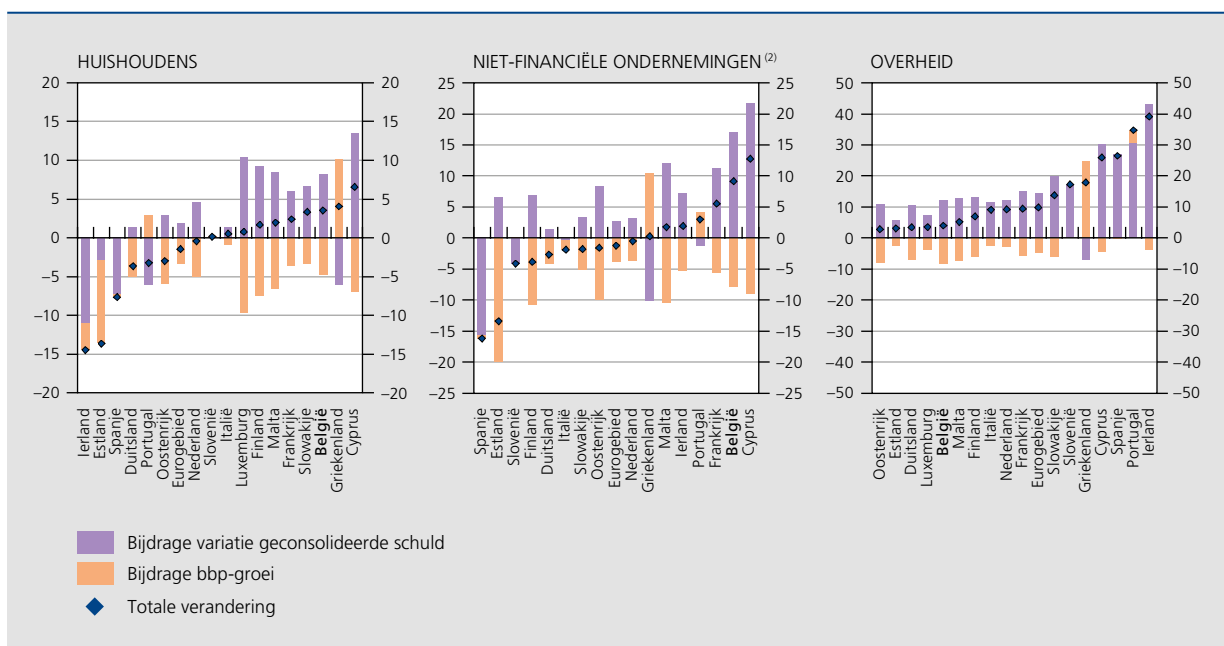
ook verder oplopen ondanks de vermindering van de nominale schuld.

In Ierland, Spanje, Portugal, Griekenland en Estland hebben de huishoudens hun uitstaande schuld sedert medio 2010 reeds sterk gereduceerd (donkere balkjes in grafiek 7), waardoor hun schuldgraad bij een gelijkblijvend nominaal bbp zou zijn afgenomen met respectievelijk 11, 7, 6, 6 en 3 procentpunt bbp. In Ierland, Spanje en vooral Estland droeg de nominale bbp-groei bovendien extra bij tot de daling van de schuldgraad, terwijl dat in Griekenland en Portugal niet het geval was. In Griekenland daalde het nominaal bbp zelfs dermate sterk dat de schuldgraad van de huishoudens er verder toenam ondanks de nominale schuldafbouw. In Cyprus en Nederland, waar het niveau van de schuldgraad en het aandeel van de rentelasten in het beschikbaar inkomen van de huishoudens volgens de in paragraaf 3 besproken *heat map* op een verhoogd risico wijzen, heeft de schuldafbouw nog niet ingezet, hoewel de relatief dynamische nominale bbp-groei in die landen de verdere stijging van de schuldgraad wel heeft afgeremd en in Nederland zelfs heeft vermeden. In België, ten slotte, is er evenmin sprake van schuldafbouw, hoewel de schuldgraad van de huishoudens minder snel is gestegen dan tijdens de periode 2005 tot medio 2010.

Wat de niet-financiële ondernemingen betreft, zijn er minder tekenen van actieve deleveraging. Enkel de Spaanse, Griekse en Sloveense ondernemingen hadden eind 2012 aanzienlijk minder schulden uitstaan dan in het tweede kwartaal van 2010, hoewel de nominale schuld ook licht terugliep in Portugal en Italië. In Griekenland en Portugal werd de impact van de actieve schuldafbouw evenwel volledig tenietgedaan door een daling van het nominaal bbp, waardoor de schuldgraad van de niet-financiële ondernemingen er zich respectievelijk stabiliseerde en verder toenam. In Luxemburg, Cyprus en Ierland, waar volgens de *heat map* de risico's met betrekking tot de houdbaarheid van de schuldpositie van de niet-financiële ondernemingen relatief zwaar zijn, nam de nominale schuld nog steeds sterker toe dan het nominaal bbp. Ook de Belgische niet-financiële ondernemingen lieten hun schuldgraad verder oplopen. Zoals beschreven in paragraaf 2 was dit echter vooral te wijten aan een stijging van de kredieten van verbonden buitenlandse niet-financiële ondernemingen, terwijl de bancaire kredieten zogoed als stabiel bleven.

Het beeld inzake de schuldgraad van de overheid is homogener. Met uitzondering van Griekenland, is de nominale overheidsschuld in alle landen van het eurogebied verder blijven stijgen. In een aantal landen zorgde

**GRAFIEK 7** ACTIEVE EN PASSIEVE VARIATIE VAN DE SCHULDGRAAD VAN DE NIET-FINANCIËLE SECTOREN<sup>(1)</sup>  
(verandering over de periode 2010K2-2012K4, in procentpunt bbp)



Bronnen: EC, ECB, NBB.

(1) De landen worden gerangschikt op basis van de totale verandering van de geconsolideerde brutoschuldgraad van de desbetreffende sector.

(2) Voor de niet-financiële ondernemingen worden de data voor Luxemburg niet in de grafiek opgenomen omdat de kwartaalgegevens sterk volatiel zijn.

de nominale bbp-groei weliswaar voor enig tegenwicht, maar in tien landen steeg de schuldgraad toch met meer dan 9 procentpunt bbp. In Griekenland bleef de nominale overheidsschuld ook in 2010 en 2011 oplopen, maar die stijging werd in 2012 ruimschoots gecompenseerd door de vrijwillige obligatieruil (Private Sector Involvement, PSI), waarbij de private sector een aanzienlijke waardevermindering boekte, en door de operatie tot terugkoop van overheidsobligaties. De schuldgraad bleef echter gedurende de hele beschouwde periode stijgen als gevolg van de zeer uitgesproken negatieve bbp-groei.

De actieve schuldaufbouw kan zowel uitgaan van de desbetreffende sector (vraaggedreven deleveraging), waarbij huishoudens en ondernemingen zelf hun schuld wensen te verminderen, als van de financiële sector (aanbodgedreven deleveraging) die via zijn kredietbeleid een belangrijke impact heeft op het schuldverloop in de overige sectoren. In navolging van Cuerdo et al. (2013) wordt het relatieve belang van deze twee vormen van actieve deleveraging hier geanalyseerd aan de hand van een radargrafiek waarin een aantal sleutelindicatoren worden gebundeld.

Teneinde de mate van vraaggedreven deleveraging tussen de landen te kunnen vergelijken, worden in dit artikel zes indicatoren gebruikt. Het betreft in de eerste plaats twee variabelen die verband houden met het conjunctuurverloop en dus met de wijze waarop huishoudens en niet-financiële ondernemingen hun afbetalingscapaciteit inschatten. De neerwaartse druk op de kredietvraag zal immers zwaarder worden naarmate de werkloosheidsgraad stijgt of de geharmoniseerde conjunctuurindicator van de EC (Economic Sentiment Indicator, ESI) op een zwakker vertrouwen in de economie wijst. Daarnaast wordt vraaggedreven deleveraging vaak ook ingegeven door een verminderd nettovermogen van de desbetreffende sector. Om die reden wordt ook gekeken naar het verloop van de woningprijzen en naar de totale schuldgraad van de niet-financiële private sector. Tot slot worden twee variabelen opgenomen die de kredietvraag van de niet-financiële private sectoren op een meer directe manier proberen te meten, namelijk het nettoprocentage banken dat in de *Bank Lending Survey* van het Eurosysteem aangeeft dat de vraag naar hypothecaire kredieten of bedrijfskredieten tijdens de afgelopen drie maanden afgenomen is.

Ook inzake de aanbodgedreven deleveraging – via het kredietbeleid van de banksector – worden zes indicatoren geselecteerd. De meest directe maatstaf van het kredietbeleid van de banken is het nettoprocentage banken dat in de *Bank Lending Survey* van het Eurosysteem aangeeft de kredietvoorwaarden voor hypothecaire kredieten of bedrijfskredieten tijdens de afgelopen drie maanden te

hebben aangescherpt. Daarnaast wordt ook hier de totale schuldgraad van de niet-financiële private sector opgenomen, zij het ditmaal als indicator van het door de banken gepercipiëerde risico. Voorts wordt tevens gekeken naar het verloop van het balanstotaal en de depositobasis van de banksector. Naarmate banken hun financieringsbronnen minder snel zien toenemen, stijgt immers ook de kans op aanbodgedreven deleveraging. Tot slot wordt ook de CDS-premie van de overheid geselecteerd; deze premie kan de terughoudendheid van de financiële instellingen om krediet te verstrekken op tweeërlei manieren beïnvloeden. Ten eerste wijst een stijging van de CDS-premie op een toegenomen risico op waarderingsverliezen voor de financiële instellingen, die traditioneel zwaar investeren in obligaties van hun overheid. Ten tweede kan de CDS-premie dermate sterk oplopen dat de perceptie ontstaat dat er geen *fiscal backstop* meer voorhanden is, waardoor financiële instellingen hun activiteiten moeilijker zullen kunnen financieren (zie ook paragraaf 1).

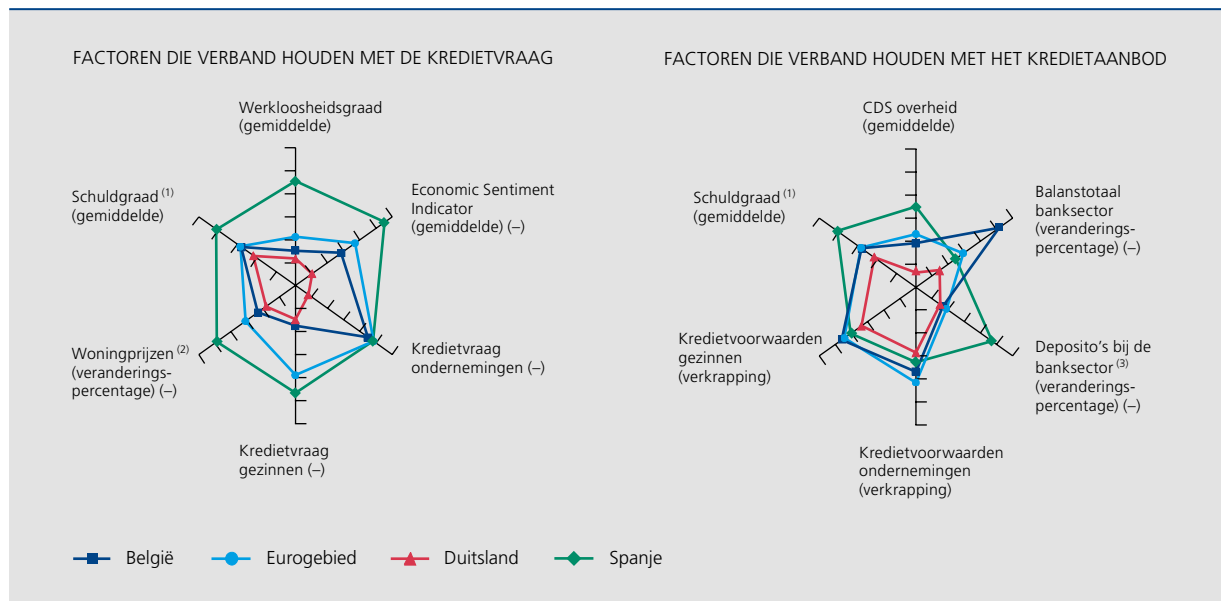
Aan de hand van een radargrafiek kan het relatieve belang van elk van deze indicatoren tussen de landen onderling worden vergeleken<sup>(1)</sup>. Hoe verder de waarde van een indicator verwijderd is van de oorsprong, hoe meer die indicator zal aanzetten tot deleveraging. Om grafiek 8 leesbaar te houden, wordt de situatie in België vergeleken met slechts drie grote landen, namelijk Spanje waar reeds deleveraging plaatsvindt, Duitsland waar de schuldposities niet excessief lijken en de druk dus zeer beperkt zou moeten zijn, en het eurogebied als geheel.

Uit deze voorstelling waarbij de periode van medio 2010 tot eind 2012 wordt beschouwd, blijkt dat de factoren die de vraaggedreven deleveraging kunnen verklaren, algemeen beschouwd, het sterkst hebben gespeeld in Spanje, gevolgd door het eurogebied als geheel, België en Duitsland. Vooral de variabelen die verband houden met het conjunctuurverloop geven een duidelijk zwaardere druk aan in Spanje. Voor België en zeker voor Duitsland suggereren de meeste indicatoren dat de druk om schuldposities af te bouwen, minder groot is dan in het eurogebied als geheel. Voor de indicatoren die specifiek verwijzen naar de kredietvraag van de huishoudens scoort België ongeveer even sterk als Duitsland, maar voor de ondernemingen is, volgens de hier gebruikte indicator, de druk wel relatief zwaarder. Volgens de meest recente resultaten van de *Bank Lending Survey* van het Eurosysteem loopt de vraag naar kredieten in België sedert begin 2012

(1) In een dergelijke radargrafiek wordt de schaal waarop elke variabele wordt weergegeven, bepaald door het minimum en het maximum van de vier beschouwde landen. Die schalen zijn bijgevolg onderling niet vergelijkbaar, waardoor deze voorstelling niet kan worden gebruikt om de relatieve sterkte van de verschillende variabelen binnen een land te beoordelen.

## GRAFIEK 8 VRAAG- EN AANBODGEDREVEN DELEVERAGING VAN DE NIET-FINANCIËLE PRIVATE SECTOREN

(gemiddelde over de periode 2010K3-2012K4 of procentuele verandering over de periode 2010K2-2012K4)



Bronnen: EC, ECB, OESO, NBB.

(1) Geconsolideerde brutoschuldgraad van de niet-financiële private sector (huishoudens en niet-financiële ondernemingen).

(2) Voor België en het eurogebied heeft de laatste observatie betrekking op het derde kwartaal van 2012.

(3) Deposito's van de niet-bancaire sector met uitzondering van die van de centrale overheid.

evenwel forser terug dan gemiddeld in het eurogebied, wat suggereert dat de vanuit de vraagzijde voortvloeiende deleveraging recentelijk wel is toegenomen.

Voor de factoren die de aanbodgedreven deleveraging kunnen verklaren, is het patroon minder eenduidig dan aan de vraagzijde. Algemeen beschouwd, lijkt aanbodgedreven deleveraging toch vooral te hebben gespeeld in Spanje, gevolgd door België en het eurogebied, en veel minder in Duitsland. Op basis van het verloop van het balanstotaal van de banksector was de druk op het kredietaanbod veruit het zwaarst in België; dit geeft echter een vertekend beeld van de inschatting van de kredietverlening aan de binnenlandse sectoren aangezien de Belgische banken vooral buitenlandse activa hebben afgestoten. Ook het feit dat de Belgische banken sterk scoren wat het aantrekken van deposito's van de niet-bancaire sector betreft, bevestigt die conclusie, zeker in de huidige context waarin bijvoorbeeld Spaanse banken een deel van hun financieringsbasis hebben zien wegvallen. Daar staat evenwel tegenover dat tijdens de beschouwde periode relatief veel Belgische banken de kredietvoorwaarden voor hypothecaire kredieten hebben verscherpt, wat zich heeft vertaald in een vertraging van de hypothecaire kredietgroei, die evenwel nog steeds aanzienlijk hoger ligt dan die van het eurogebied.

## Conclusie

Een belangrijke conclusie die uit de huidige financiële crisis (en uit de meeste van haar voorgangers) kan worden getrokken, is dat de inherente procycliciteit van de kredietverlening aanleiding kan geven tot het ontstaan van financiële cycli. Tijdens een financiële *boom* – een zichzelf versterkend proces van stijgende activaprijzen, soepele kredietverlening en toenemende leverage – worden dermate grote onevenwichtigheden opgebouwd dat er een financiële *bust* volgt in de vorm van een vicieuze cirkel van dalende activaprijzen, een strenger kredietbeleid en deleveraging. Veelal speelt een excessieve schuldgraad of -opbouw een cruciale rol bij een dergelijke omslag. Deze laatste gaat dikwijls gepaard met een financiële crisis die niet alleen de financiële stabiliteit in gevaar brengt, maar ook leidt tot een diepe en langdurige recessie.

Tegen die achtergrond wordt in dit artikel een analyse gemaakt van de omvang en het verloop van de schuldgraad in de landen van het eurogebied. Als gevolg van de tijdens het afgelopen decennium aanzienlijke schuldopbouw door zowel de private als de overheidssector bevindt de totale schuldgraad van de niet-financiële sector zich in het eurogebied op het hoogste peil sinds de oprichting van de EMU. De schuldopbouw – die voor een groot deel

werd gedreven door een vlotte toegang tot goedkope financiering, stijgende woningprijzen en sterk groeiende investeringen in vast kapitaal – verschild evenwel sterk van land tot land en van sector tot sector. De schuldgraad van de huishoudens lag eind 2012 in België nog steeds lager dan in het eurogebied, al is het verschil de laatste jaren verkleind. Ook de geconsolideerde schuldgraad van de Belgische niet-financiële ondernemingen is sterker gestegen dan gemiddeld in het eurogebied, maar die stijging is grotendeels te wijten aan de kredietverlening door verbonden buitenlandse niet-financiële ondernemingen, een verschijnsel dat verband houdt met de sterke aanwezigheid van niet-financiële holdings en financieringsmaatschappijen van multinationals. Inzake overheidsschuld doet België het minder goed: hoewel de schuldgraad niet sterk is gestegen, ligt hij nog steeds boven het gemiddelde van het eurogebied.

De houdbaarheid van de schuld hangt evenwel niet alleen af van het niveau ervan en van de snelheid waarmee ze wordt opgebouwd, maar ook van tal van andere factoren, zoals het aandeel van de kortetermijnschuld, de omvang van de rentelasten en de waarde van de financiële activa waarover de desbetreffende sectoren beschikken. Uit een dergelijke multidimensionale analyse komen Portugal, Ierland, Griekenland en Cyprus naar voren als de meest kwetsbare landen, waar bijgevolg dringend behoefte is aan een algemene balanssanering. In een aantal van deze landen, alsook in Spanje, tekent zich sinds medio 2010 reeds een zekere mate van deleveraging af bij de

huishoudens en, in mindere mate, bij de niet-financiële ondernemingen. Hoewel dit op zich een gunstige ontwikkeling is, heeft een dergelijke balanssanering op korte termijn doorgaans een negatieve impact op de groei, een impact die dermate zwaar kan zijn dat ze de inspanningen tenietdoet van de verschillende sectoren om de houdbaarheid van hun schuld te verbeteren, zoals momenteel het geval is in Griekenland en Portugal.

Er bestaat weinig twijfel over dat een aantal landen van het eurogebied zijn schuldgraad de komende jaren (verder) zal moeten verminderen. Gelet op de mogelijk zware gevolgen voor de economische groei van die landen en het gevaar van een financiële *bust*, is het belangrijk dat dit proces geleidelijk verloopt, zodat de werking van de financiële accelerator wordt afgeremd. In de huidige context is dit een belangrijk aandachtspunt omdat de negatieve impact op de bpp-groei niet of nauwelijks kan worden gecompenseerd door een expansiever monetair beleid, een sterk contracyclisch budgettair beleid of een meer dynamische buitenlandse vraag. Gegeven deze beperkingen blijft het vrijwaren en/of verhogen van het economisch structureel groeipotentieel het belangrijkste alternatief, als stuwende kracht achter een trendmatige en gecontroleerde passieve deleveraging die wordt gedreven door een hogere bbb-groei. Daarom is het belangrijk dat in het eurogebied werk wordt gemaakt van de verbetering van de concurrentiekracht, het wegwerken van de financiële fragmentatie (onder meer via de bankenunie) en het herstel van het vertrouwen.

## Bibliografie

- Arcand J.-L., E. Berkes en U. Panizza (2012), *Too much finance?*, IMF, Working Paper 12/161.
- Ardagna S., F. Caselli en T. Lane (2007), 'Fiscal discipline and the cost of public debt service: Some estimates for OECD countries', *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 7(1).
- Balassone F., J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer en P. Tommasino (2011), 'Fiscal sustainability and policy implications: A post-crisis analysis for the euro area', *International Journal of Sustainable Economy*, 3(2), 210–234.
- Borgy V., T. Laubach, J.-S. Mésonnier en J.-P. Renne (2012), *Fiscal sustainability, default risk and euro area sovereign bond spreads*, Banque de France, Document de travail 350.
- Borio C. (2012), *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, BIS, Working Paper 395.
- Brainard W. C. en J. Tobin (1968), 'Pitfalls in financial model building', *The American Economic Review*, 58(2), 99-122.
- Buca A. en Ph. Vermeulen (2012), *Corporate investment and bank-dependent borrowers during the recent financial crisis*, mimeo.
- Cecchetti S. G., M. S. Mohanty en F. Zampolli (2011), *The real effects of debt*, BIS, Working Paper 352.
- Claessens S., M. A. Kose en M. E. Terrones (2011), *Financial cycles: What? How? When?*, IMF, Working Paper 11/76.
- Cordemans N. en M. de Sola Perea (2011), 'Leidinggevende rentetarieven, marktrentes en retailrentes in het eurogebied tegen de achtergrond van de recente economische en financiële crisis', *Economisch Tijdschrift*, 29-55, juni.
- Corsetti G., K. Kuester, A. Meier en G. J. Mueller (2013), 'Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability', *The Economic Journal*, 123(566), F99-F132.
- Cuerpo C., I. Drumond, J. Lendvai, P. Pontuch en R. Raciborski (2013), *Indebtedness, deleveraging dynamics and macroeconomic adjustment*, EC, European Economy Economic Papers 477.
- Dell'Arricia G., D. Igan, L. Laeven en H. Tong (2012), *Policies for macrofinancial stability: How to deal with credit booms*, IMF, Staff Discussion Note 12/06.
- DNB (2011), *Overview of financial stability in the Netherlands*, 13, 17-19.
- Drehmann M., C. Borio en K. Tsatsaronis (2012), *Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!*, BIS, Working Paper 380.
- EC (2012), *Ensuring sound public finances: Fiscal sustainability report 2012*, December.
- EC (2013), *Macroeconomic imbalances. Belgium 2013*, EC, European Economy Occasional Paper 144.
- ECB (2011), 'Ensuring fiscal sustainability in the euro area', *Monthly Bulletin*, 61-77, April.
- Egert B. (2012), *Public debt, economic growth and non-linear effects: Myth or reality?*, OECD, Economic Department Working Paper 993.
- Eggertsson G. B. en P. Krugman (2012), 'Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach', *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (3), 1469-1513.

- Gaiotti E. (2013), 'Credit availability and investment: Lessons from the great recession', *European Economic Review*, 59, 212-227.
- Harjes T. (2011), 'Financial integration and corporate funding costs in Europe after the financial and sovereign debt crisis', in IMF, *Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation – Selected Issues Paper*, 4-13.
- Hempell H. S. en C. Kok Sørensen (2010), *The impact of supply constraints on bank lending in the euro area: Crisis induced crunching?*, ECB, Working Paper 1262.
- IMF (2009), 'From recession to recovery: How soon and how strong?', *World Economic Outlook*, 103-138, April.
- IMF (2012), 'Dealing with household debt', *World Economic Outlook*, 89-124, April.
- Jordà O., M. HP. Schularick en A. M. Taylor (2011), *When credit bites back: Leverage, business cycles, and crises*, NBER, Working Paper 17621.
- Karadi P. en M. Gertler (2011), 'A model of unconventional monetary policy', *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 17-34.
- Kindleberger C. P. (1978), *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons.
- Kiyotaki N. en J. Moore (1997), 'Credit cycles', *Journal of Political Economy*, 105, 211-248.
- Koo R. (2011), 'The world in balance sheet recession: Causes, cure and politics', *Real-world economics review*, 58, 19-37, 12 December.
- Levine R. (2005), 'Finance and growth: Theory and evidence' in Aghion Ph. en S. Durlauf (ed.), *Handbook of economic growth*, Elsevier, 865-934.
- McKinsey Global Institute (2010), *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*, January.
- McKinsey Global Institute (2012), *Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth*, January.
- Minsky H. P. (1982), *Can 'it' happen again? Essays on instability and finance*, Armonk, New York, M.E. Sharpe.
- Nautet M. en L. Van Meensel (2011), 'Economische impact van de overheidsschuld', *Economisch Tijdschrift*, 7-20, september.
- Taylor A. M. (2012), *The great leveraging*, NBER, Working Paper 18290.
- Tirole, J. (2011), 'Illiquidity and all its friends', *Journal of Economic Literature*, 49(2), 287-325.
- Tobin J. (1980), *Asset accumulation and economic activity: Reflections on contemporaneous macroeconomic theory*, Oxford, Basil Blackwell.
- Van Nieuwenhuyze Ch. (2013), 'Debt, assets and imbalances in the euro area: An aggregate view', in Winkler B., A. van Riet en P. Bull (ed.), *A flow of funds perspective on the financial crisis*, Volume II, Palgrave Macmillan (forthcoming).
- Wyplasz C. (2007), *Debt sustainability assessment: The IMF approach and alternatives*, HEI, Working Paper 03/2007.