

Is de wereldwijde schuldenlast te hoog?

In 2008 lag een te hoge schuldenlast¹ aan de basis van een wereldwijde financiële crisis. De voorbije jaren zijn de schulden wereldwijd alleen maar toegenomen. Staan we aan de vooravond van een nieuwe schuldencrisis of zal het zo'n vaart niet lopen?

¹ Het geciteerde cijfermateriaal en de grafieken in de tekst zijn afkomstig van Capital Economics, een onafhankelijk macro-economisch researchbureau. Bron: Global economic focus: "Is there too much debt in the world?" 14-07-2016.

Meer of minder schulden: al enkele jaren een controversieel onderwerp onder economen.

- ➔ Volgens sommigen leidt een te hoge schuldenlast tot minder groei. Men wendt immers alle middelen aan voor de aflossing van interesten en de afbouw van schulden, en er is geen ruimte voor investeringen. Kan men de schulden niet langer terugbetalen, dan leidt dit tot faillissementen met mogelijk wereldwijde gevolgen voor de financiële sector.
- ➔ Andere economen beweren dat het absolute schuldenniveau minder belangrijk is en kijken of de schuld op termijn 'houdbaar' of 'duurzaam' is:
 - hoe verhoudt de schuld zich tot het inkomen en tot de andere bezittingen
 - verhogen de schulden de productiviteit

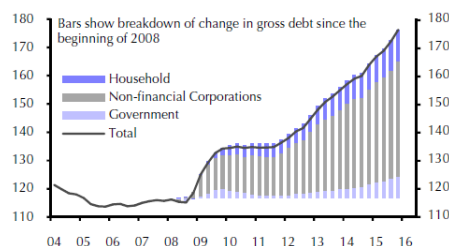
Enkele cijfers

Momenteel bedraagt de wereldwijde schuldenlast van de gezinnen, de bedrijven en de overheden 220% van het bruto binnenlands product (bbp), of meer dan 2x de waarde van alle goederen en diensten die wereldwijd geproduceerd worden. Bij het begin van wereldwijde financiële crisis schommelde dit cijfer rond 180%. Is dit niveau houdbaar? We onderzoeken in welke regio's en bij wie de schuld vooral toenam.

Ontwikkelde landen vs. groei landen

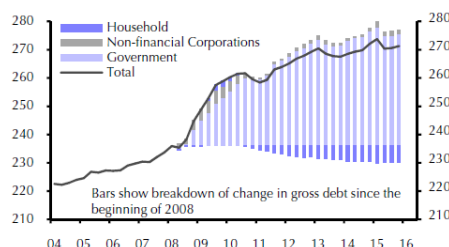
U ziet op de grafieken dat de schulden vooral in de groei landen sterk toenamen, en dan vooral bij de bedrijven. In de ontwikkelde landen valt vooral de toename van de overheidsschulden op, terwijl de privéschulden daalden.

Evolutie schuld (overheid en privé) in de groei landen (% BBP)



Bron: BIS, Capital Economics NB: Sector breakdown is a weighted average of 16 EMs for which data are available.

Evolutie schuld (overheid en privé) in de ontwikkelde landen (% BBP)



Bron: BIS, Capital Economics *Sample of 22 Advanced Economies

Nieuwe schuldencrisis in de groei landen?

In de recente geschiedenis kregen de groei landen regelmatig te kampen met economische crisissen door een te grote schuldopbouw. Vaak moest het Internationaal Monetair Fonds (IMF) te hulp schieten. Denken we maar aan de Aziatische crisis (1998) of de opeenvolgende crisissen in Latijns-Amerika. Oorzaak was vaak een te hoge schuldenlast in buitenlandse munten, meestal Amerikaanse dollar (USD). Bovendien werden de dollarschulden 'onhoudbaar' duur door een crash van de lokale munt.

Sinds 2008 namen vooral de privéschulden toe in deze landen – met China op kop. Economen kijken naar de verhouding van de privéschulden tot het bbp: is die hoger dan 150% of groeit ze op 10 jaar met meer dan 30%, dan is een crisis reëel. De ratio's van niet-terugbetaling zullen immers stijgen, waardoor de verliezen in de banksector toenemen en de banken de kredietvoorwaarden verstrengen. Uiteindelijk valt de economische groei fors terug, een negatieve spiraal die maar moeilijk te stoppen valt.

China, Turkije, Zuid-Korea, Brazilië en Rusland lopen een verhoogd risico, al zijn er factoren waardoor we het risico niet zo hoog inschatten.

- ➔ De schulden zijn in grote mate uitgedrukt in lokale munt.
 - Brazilië, Zuid-Korea en China hebben weinig schuld in harde valuta (USD, EUR, CHF) en

zijn dus minder afhankelijk van het buitenland voor de financiering van hun schulden. Daarbij verhoogt een daling van hun munt de kostprijs van de schuldenlast niet.

- Rusland en Turkije zijn kwetsbaarder: de externe schuld bedraagt 40% van het bbp, wat wel nog steeds lager is dan bij de Aziatische crisis.

- De banken zijn financieel gezond en voldoen- de gekapitaliseerd.
- De centrale banken hebben nog ruimte om de rente te verlagen en zo de economie te stimuleren.

Het gevaar voor een nieuwe schulden crisis lijkt ons eerder klein. We zijn wel van mening dat de groei in de groei landen de komende jaren zal vertragen.

Onhoudbare overheidsschulden in de ontwikkelde landen?

Na de redding van de banken door de overheden in 2008 en de stimuleringsmaatregelen (vooral in de VS en Japan) namen de overheidsschulden in Europa, Japan en de VS fors toe. In Griekenland, Italië en Japan waren ze al hoog vóór de crisis. Toch zijn we van mening dat de schuldenlast globaal genomen houdbaar is, omdat de interestlast erop spectaculair gedaald is. Zo bedraagt de jaarlijkse interestlast in Japan minder dan 2% van het bbp voor een schuldenberg van 220% van het bbp, terwijl ze in de jaren 80 nog 3% van het bbp uitgaven aan interesten voor een schuldenberg van slechts 70% van het bbp.

In een artikel in *De Tijd*¹ argumenteert minister van Staat Mark Eyskens dat men de 60%-norm van Maastricht kan optrekken tot 95%². Leggen we de lat voor een aanvaardbare overheidsschuld effectief op 90 à 100%, dan hebben vooral Griekenland en Japan een probleem.

- Op een bepaald moment zal men Griekse schulden moeten kwijtschelden – met beperkte gevolgen, omdat de Griekse schuld bijna uitsluitend in handen is van internationale instellingen.
- De Japanse schuldenberg vormt een grotere bedreiging door de omvang ervan en de grootte van haar economie. Voordeel is wel dat het land over een eigen centrale bank beschikt die op elk moment geld kan bijdrukken om overheidsschulden te financieren of om de bevolking te bevoorraden. Het zogenaamde helikoptergeld, met als doel de consumptie verder aan te wakkeren en inflatie te creëren.

Voor de meeste andere ontwikkelde landen is het niveau van de overheidsschuld niet alarmerend. Duitsland heeft bv. ruimte om meer schulden aan te gaan – zeker omdat ze kunnen lenen aan extreem lage, zelfs negatieve interestvoeten. Voorwaarde is wel dat overheden publieke investeringen doen die de toekomstige productiecapaciteit van het land verhogen, investeringen waarvan de toekomstige opbrengsten dus hoger zijn dan de interestlasten. Het is afwachten of de EU de politieke bereidheid vindt om de Maastricht-normen te versoepelen.

Risico privéschulden in de ontwikkelde landen?

Het risico is veel kleiner dan 10 jaar geleden. De schuldenlast van de Amerikaanse en Britse gezinnen is het afgelopen decennium immers fors gedaald o.a. door herfinancieringen aan veel goedkopere rentevoeten. Stijgende privéschulden kunnen een probleem geven in Australië, Canada, Nederland en Zweden, omdat ze er hand in hand gaan met huizenprijzen op recordniveaus. De omvang van hun economieën is echter niet groot genoeg om een wereldwijde crisis uit te lokken.

Risico China?

Op middellange termijn vormen de schulden in China onrechtstreeks het grootste probleem. De totale schuld ratio (overheid en privé) bedraagt 230% van het bbp en blijft stijgen. Bovendien groeit de kredietverlening nog steeds sterker dan de economie. Toch is het weinig waarschijnlijk dat het tot een financiële crisis met wereldwijde gevolgen komt.

- De Chinese kapitaalmarkten zijn nog steeds vrij gesloten voor buitenlandse investeerders, waardoor het besmettingsgevaar veel kleiner is en niet te vergelijken met het faillissement van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers.
- China staat financieel sterk:
 - overschot op de lopende rekening (het land ontvangt geld van het buitenland)
 - hoge deviezenreserves
 - lage overheidsschuld
 - weinig schulden in vreemde munt
- Inefficiënte staatsbedrijven die actief zijn in sectoren met overcapaciteit (bv. de staalsector) namen veel krediet op. Op termijn zal de Chinese overheid verplicht zijn ze te saneren. Op korte termijn is ze echter bezorgd over het effect van het faillissement van deze bedrijven op de werkgelegenheid.

Besluit

In absolute termen is de wereldwijde schuldenlast historisch hoog, maar op termijn draagbaar dankzij de lage interestvoeten in de ontwikkelde landen. Een structureel gegeven waar we de komende jaren weinig verandering in zien. Zelfs al brengt Trump een hogere groei en dito rente, toch blijven vergrijzings- en productiviteitsfactoren er op wegen.

In de VS, die in 2008 het startsein gaven voor de wereldwijde financiële crisis, is de financiële situatie van de gezinnen en de bedrijven aanzienlijk verbeterd. Ook in Europa is de financiële situatie van de privésector gezond en zijn de overheidsschulden niet zorgwekkend hoog, althans in de meeste landen.

Binnen de groei landen is China duidelijk het zorgenkind. Omwille van de specifieke staatsstructuur is de kans dat China een wereldwijde financiële crisis ontketent, eerder klein. We verwachten wel dat de groei jaar na jaar zal vertragen, omdat men de overcapaciteit in veel sectoren ooit moet aanpakken. Bovendien moet China de overgang maken van een op export gerichte economie naar meer lokale consumptie. Als de overheid hier geleidelijk aan in slaagt, met een duidelijke communicatie over de verwachte groei van de economie, dan moet dit lukken zonder de financiële markten teveel te beroeren. Slaagt ze niet in haar opzet en zien we enkele grote faillissementen, dan kan de Chinese groei terugvallen tot 2%, wat niet zonder gevolgen zal zijn voor de wereld economie. We blijven geloven in het Chinese groeiverhaal en investeren op een gediversifieerde manier in deze regio via ons mondiaal groei landfonds, en dit gespreid in de tijd.

Jan Vergote – Head of Investment Strategy
Belfius Bank & Verzekeringen

¹ De Tijd: Maastricht moet worden bijgestuurd. Opinie Mark Eyskens 11-06-2016.

² In het verdrag van Maastricht uit 1992 staan 2 iconische cijfers: een maximaal toegelaten begrotingstekort van 3% en een overheidsschuld ratio van maximaal 60% van het bbp. Deze normen werden bevestigd op een moment dat de rente rond 10% schommelde.