



Afbouw van 'quantitative easing':  
Welke gevolgen voor de Belgische staatsschuld?

Financieel Forum Hasselt,  
19 december 2018



## Inhoudstafel

Deel 1            De Belgische overheidsschuld (en zijn evolutie)

---

Deel 2            ECB-beleid: quantitative easing en andere maatregelen

---

Deel 3            Impact van mogelijk hogere rentes

---

Deel 4            Distributie Schuld en Financiering in 2018

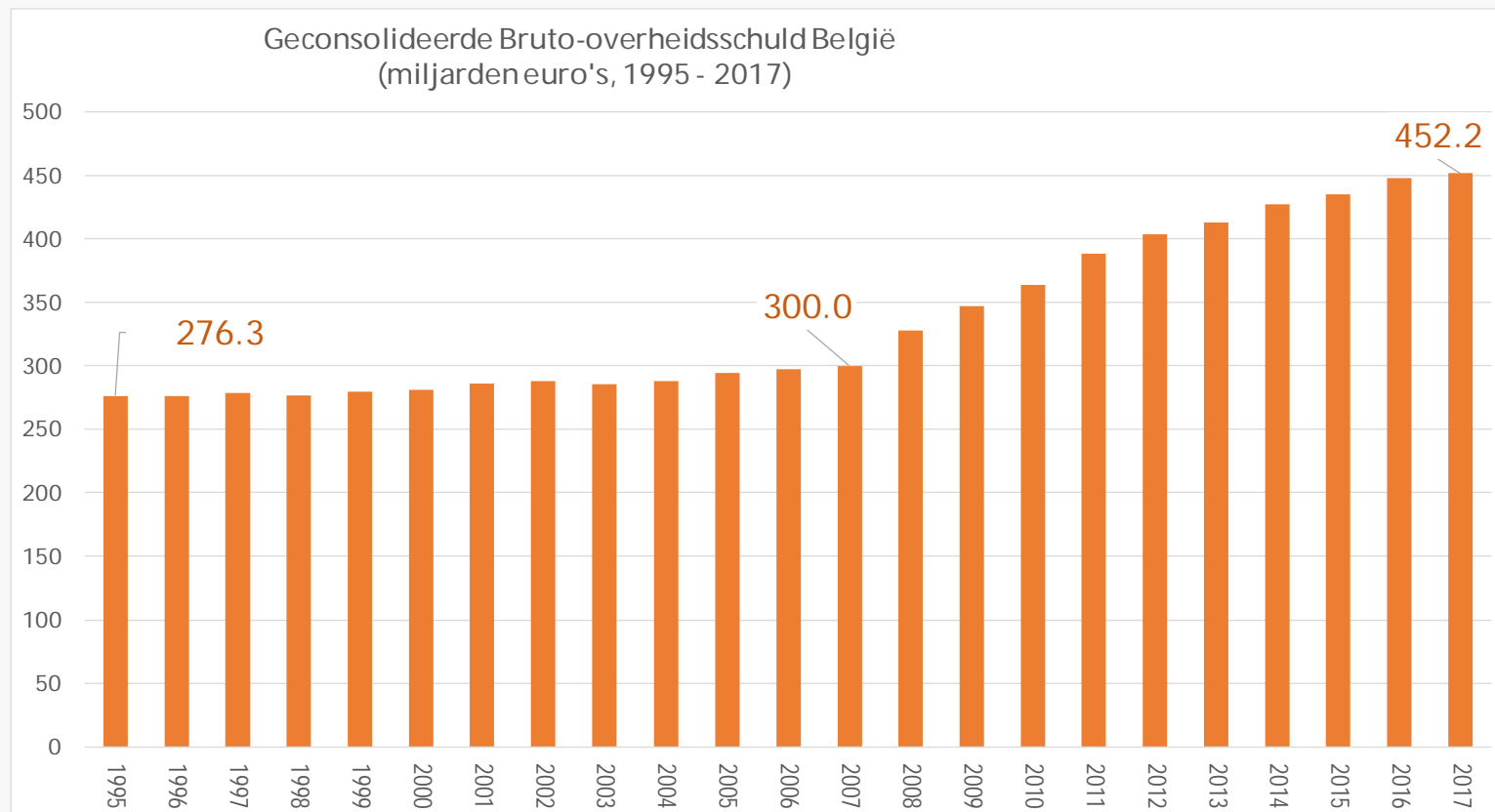
---



## In euro's uitgedrukt steeg de Belgische overheidsschuld flink sinds 2007

De nominale bruto geconsolideerde overheidsschuld nam sinds 2008 behoorlijk toe.

De toename **vertraagt** wel; zo kwam er in 2017 **4,01 miljard euro** schuld bij, terwijl de gemiddelde jaarlijkse stijging in de periode 2007-2016 **16,5 miljard euro** beliep.



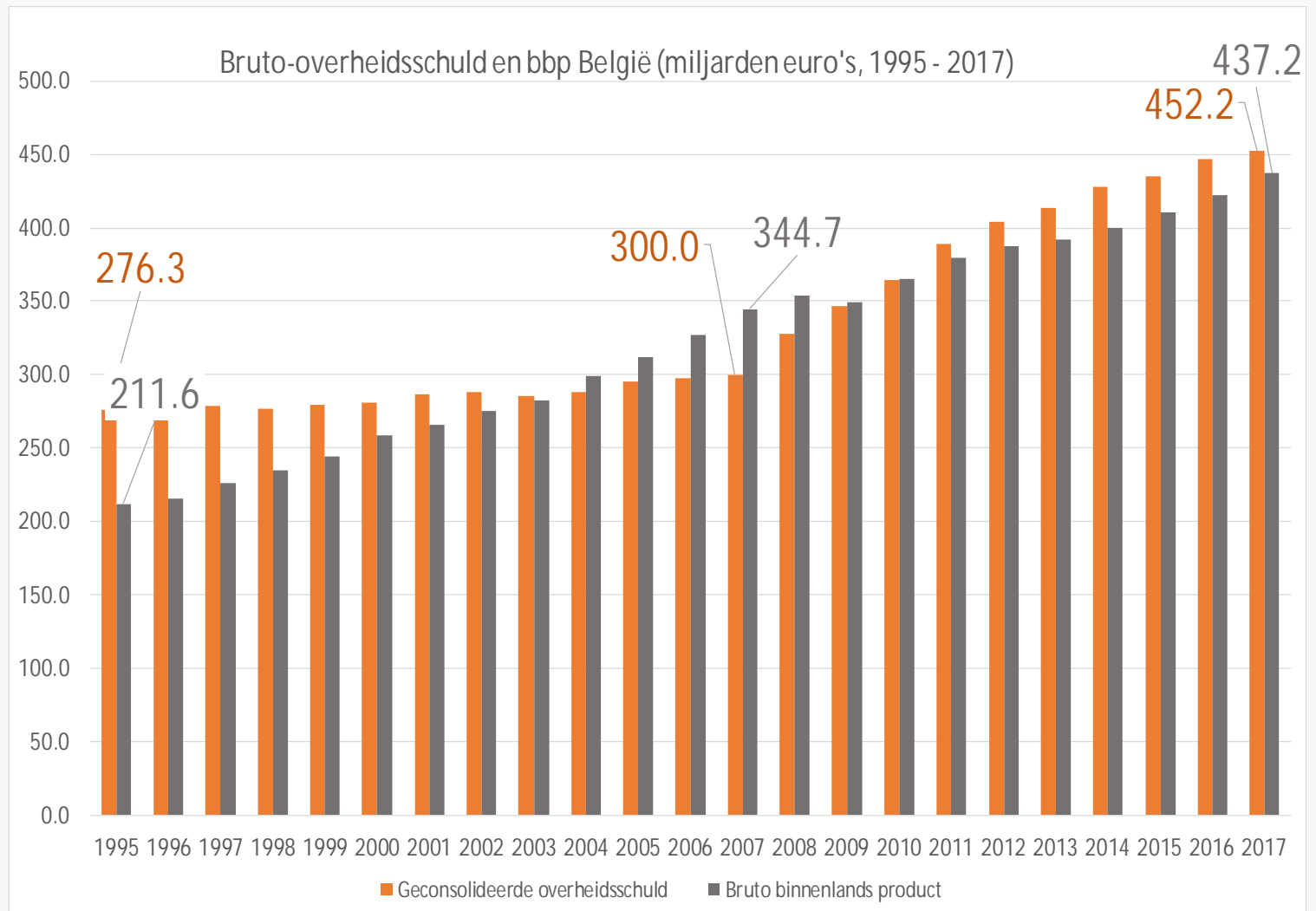
Bron: NBB



## Het nominale Belgische bbp bleef echter stijgen

Bedragen in euro's  
vergelijken over een  
lange periode geeft  
echter een verkeerd  
beeld. Zo is, het  
**Belgische bbp** sinds  
1995 gestegen met  
**106,7%**. Dat is (veel  
meer dan de stijging  
van de **schuld** over  
die periode (+**63,7%**).

In de periode 2007-  
2017 gaat het om  
**+26,8% (bbp)** en  
**+50,7% (schuld)**.



Bron: NBB

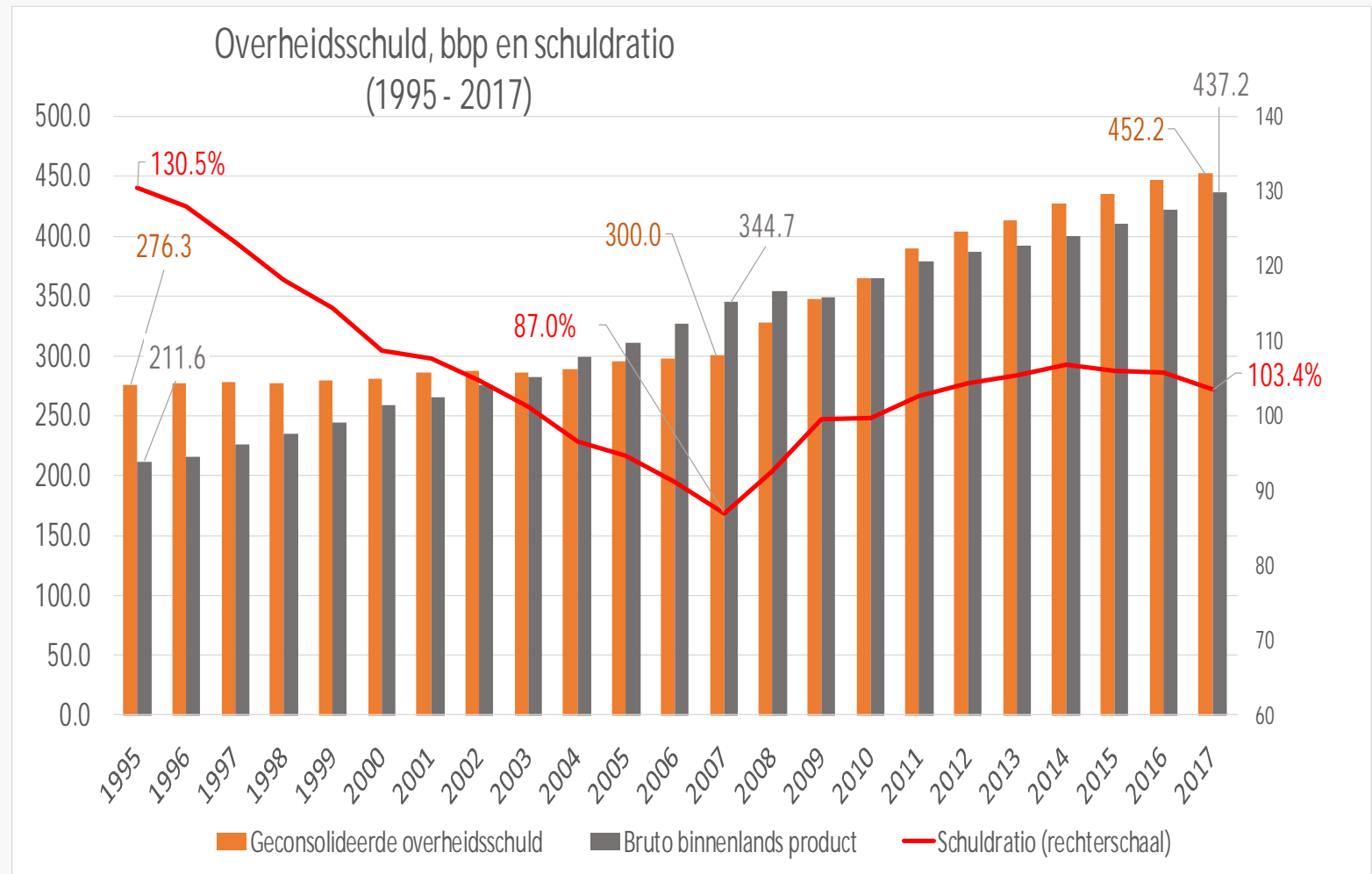


## De evolutie van de schuldratio is helemaal verschillend van die van de schuld

De stijging van de overheidsschuld, en de (sterkere) stijging van het bbp resulteren in een daling met 27,3% van de schuldgraad over de periode 1995 – 2017.

De initieel sterkere daling werd onderbroken in 2008.

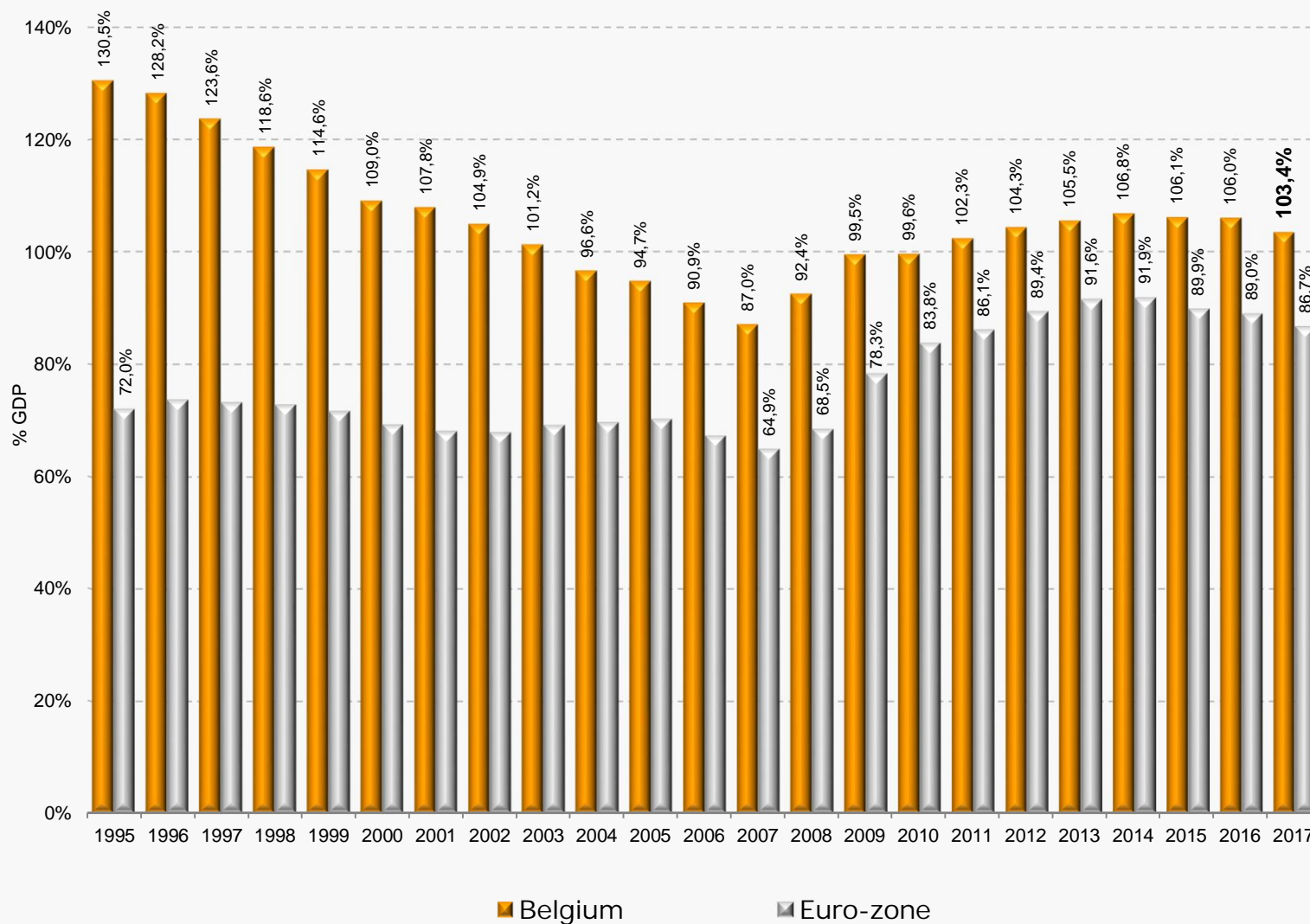
Pas in 2015 begon de schuldgraad opnieuw te dalen, en in 2017 was de daling met 2,6% voor het eerst sinds 2007 ook een uitgesproken daling.



Bron: NBB



In de eurozone deed zich vanaf 2007 een gelijkaardige  
evolutie van de schuldgraad voor



Ook de schuldgraad  
van de eurozone  
steeg sinds 2008, en  
daalde sinds 2015  
ongeveer evenveel  
als de Belgische.

Het verschil tussen de  
Belgische  
schuldgraad en die  
van de eurozone  
daalde van 22,1% tot  
16,7%.

De regering  
voorspelde een  
schuldgraad van  
101,9% per einde  
2018.



## Inhoudstafel

Deel 1                    De Belgische overheidsschuld (en zijn evolutie)

---

Deel 2                    ECB-beleid: quantitative easing en andere maatregelen

---

Deel 3                    Impact van mogelijk hogere rentes

---

Deel 4                    Distributie Schuld en Financiering in 2018

---



## Niet-conventionele maatregelen van de ECB

- Augustus 2007: Injectie van liquiditeiten om korte-termijnmarkt te ondersteunen (95 miljard euro op 9/8/2007)
- Oktober 2008: Introductie van volledige toekenning van gevraagde liquiditeiten tegen een vaste rentevoet
- Mei 2010: Securities Markets Programme: aankoop schuldeffecten (met sterilisatie)
- December 2011: (Very) Long Term Refinancing Operations (VLTRO)
- September 2012: Outright Monetary Transactions (OMT) (met 'conditionality')
- Juli 2013: Forward Guidance
- Juni 2014: Introductie van een negatieve beleidsrente (deposit facility)
- Juni 2014: Targeted Long Term Refinancing Operations (TLTRO)
- Okt.-Nov 2014: Asset Purchase Programme: Covered Bond Purchase programme & Asset Backed Purchase Programme
- **Maart 2015: Public Sector Purchase Programme**
- Juni 2016: Corporate Sector Purchase Programme

Quantitative easing of kwantitatieve versoepeling was de laatste ongewone (niet-conventionele) maatregel waartoe de ECB overging, en de maatregel vormt het sluitstuk van een lange lijst.

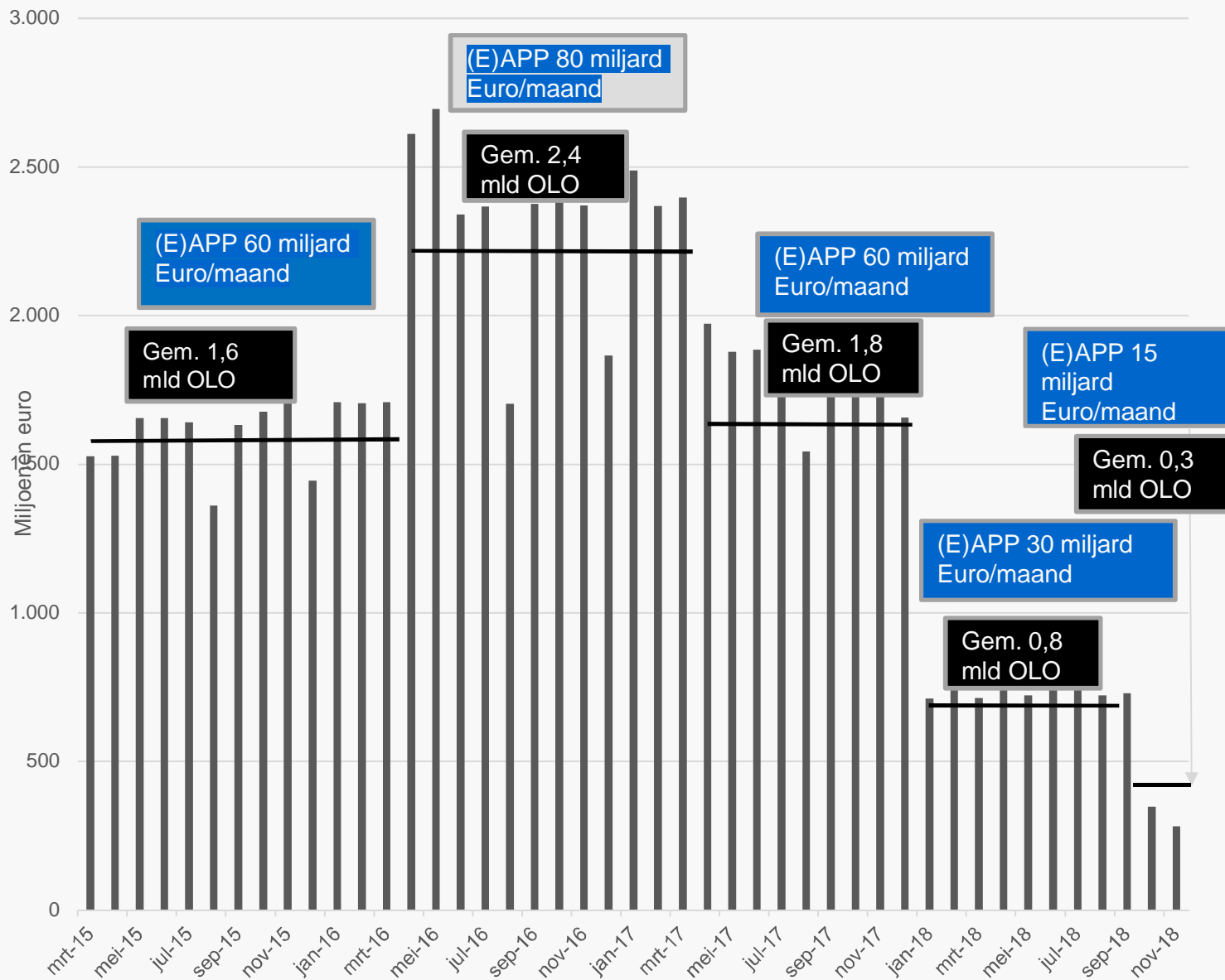
Eerdere interventies waren erop gericht om de werking van de financiële markten in het algemeen, of die van de markt van de overheidseffecten in het bijzonder, te verzekeren.

Uiteindelijk wenste de ECB de lange-termijnrentes in het algemeen te verlagen om de economie te stimuleren en zo op termijn meer inflatie te genereren.





## ECB Public Sector Purchase Program: netto-aankoop van Belgische effecten van overheidsschuld

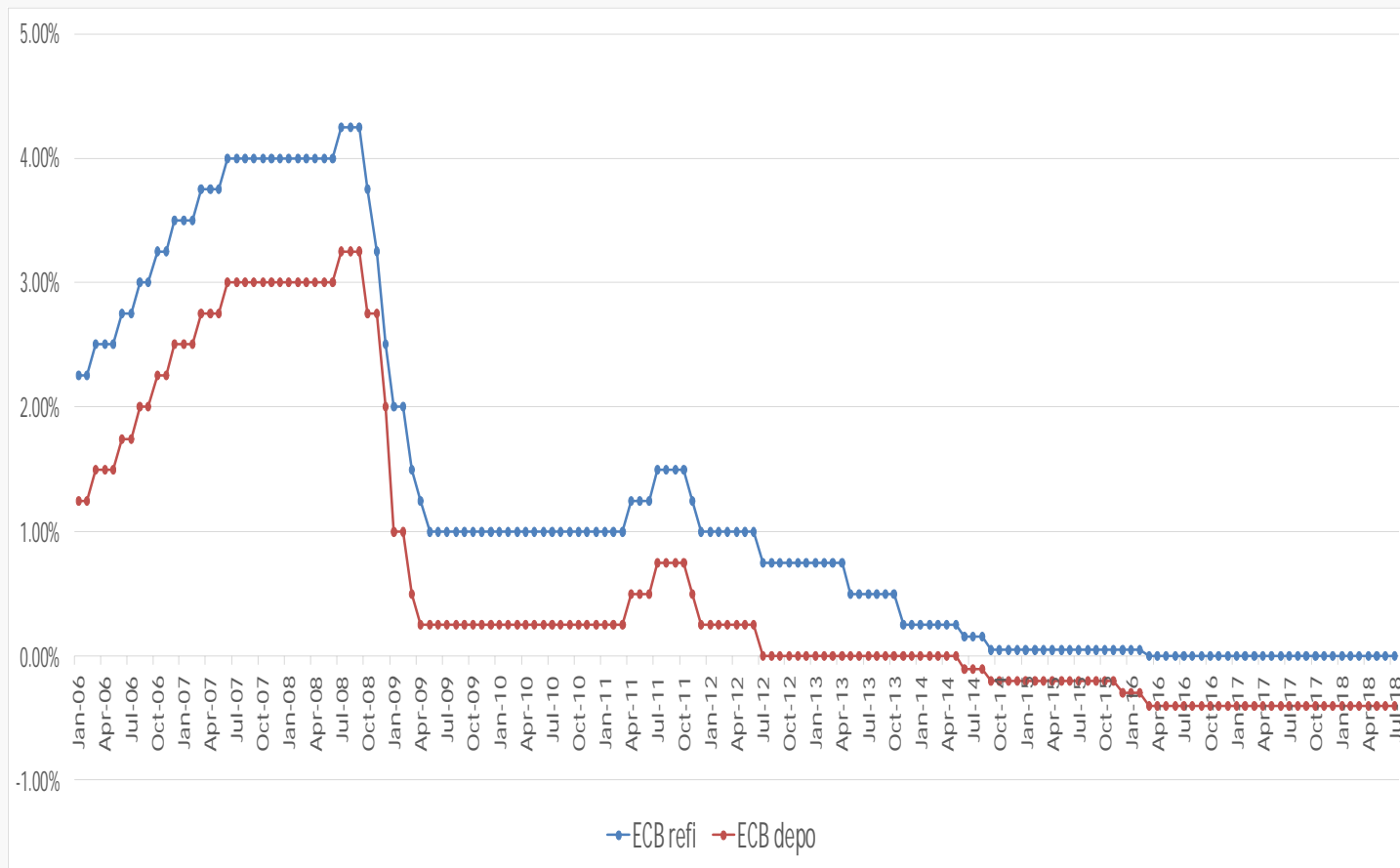


Met de start van het Public Sector Purchase Programme kwam het EAPP pas echt op snelheid. Het aantal aangehouden effecten door het PSPP is ongeveer vijf maal zo groot als dat van de andere programma's samen.

Voor België gaat het vooral over de OLO's: de netto-aankopen van het Belgische PSPP belopen **72,9 miljard euro** per eind november 2018. De maximale aankopen vonden plaats vanaf april 2016 tot maart 2017. Sindsdien werd het programma al driemaal teruggeschroefd, en zal het beëindigd worden in december.



## Beleidsrente(s) ECB 01 / 2006 – 08 / 2018



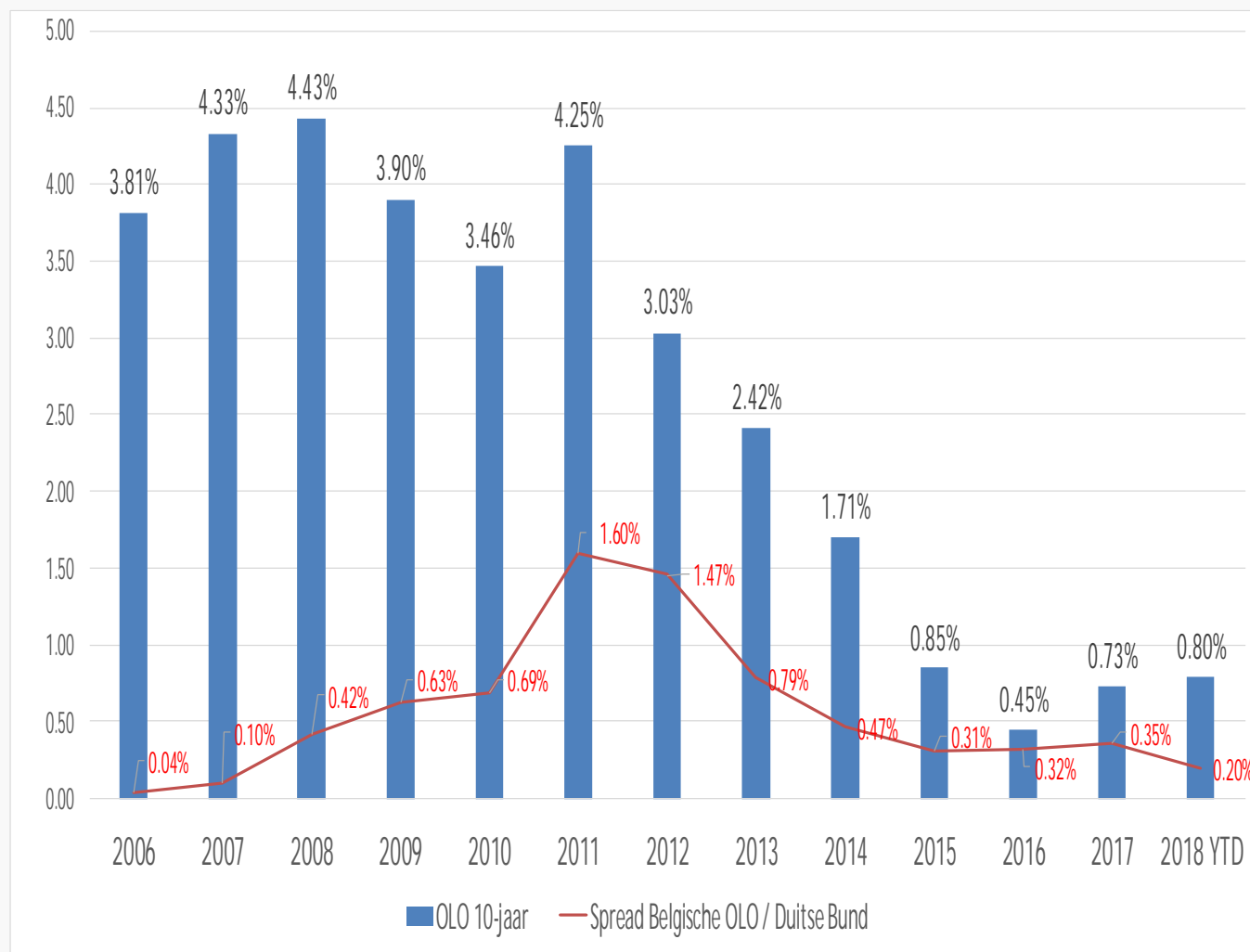
Lang voor er sprake was van quantitative easing had de ECB haar beleidsrentes al verlaagd tot historische minima (vb. 1,0% voor de herfinancieringsrente).

In 2012 begon zij die herfinancieringsrente verder te verlagen, en toen die rente dicht bij de nulgrens kwam te liggen, introduceerde de ECB negatieve rentes op de depositofaciliteit (in juni 2014).

Het was die laatste rente die daarna nog verder verminderd werd (ze werd de facto de leidende rente van de ECB), tot -0,40% in maart 2016.



## Jaargemiddelde rente op 10-jarige OLO



De Belgische langetermijnrente vertoont sinds 2008 een dalende trend, die enkel in 2011 onderbroken werd door de sterk gestegen spread tussen de Belgische en de Duitse rente.

De laagste rentes werden opgetekend in 2016, toen het PSPP op zijn sterkst was en de depositorente tot -0,40% verlaagd werd.

Ondanks de sterk verminderde aankopen van de ECB steeg de Belgische rente slechts licht in 2018.



### ECB-beslissing van 13 September 2018:

- à Herfinancierings- en depositorentes blijven op zelfde niveau tot tenminste na de zomer van 2019.
- à Netto-aankopen in het EAPP verminderen naar 15 miljard euro vanaf oktober 2018 en, afhankelijk van de inflatievooruitzichten op de middellange termijn tot 0 euro vanaf januari 2019.

### ECB-beslissing van 13 december 2018:

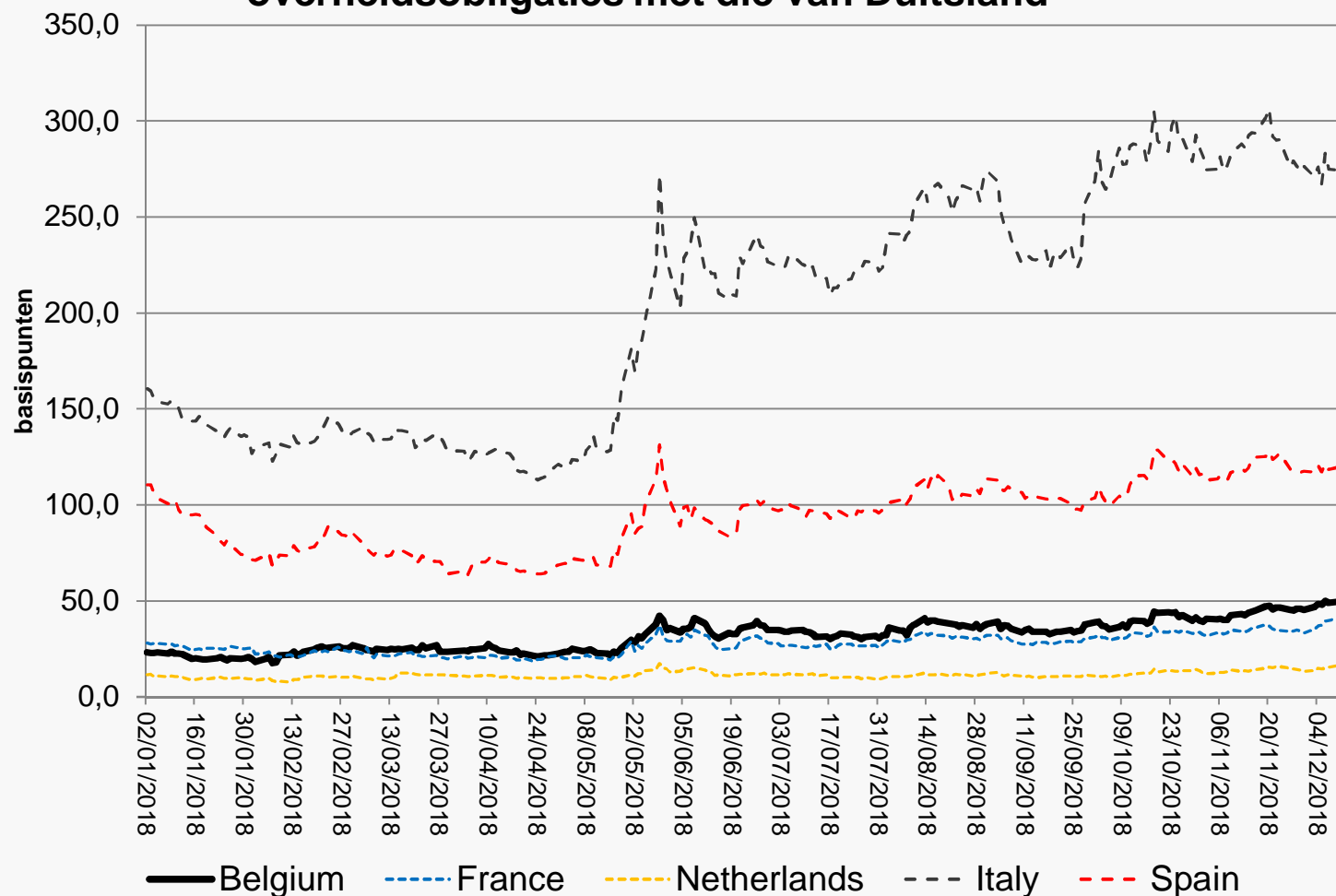
- à Netto-aankopen in het EAPP stoppen in december 2018.
- à Herinvesteringen van beleggingen zullen volledig gebeuren, en dit voor een langere periode na de verhoging van de ECB rentes.



De afbouw van de portefeuille is het werkelijke einde van de QE



### Renteverschillen (spreads) van 10-jarige overheidsobligaties met die van Duitsland



De afbouw van de QE kan daarnaast een invloed hebben op de renteverschillen (spreads) in de eurozone. Deze werden ook beïnvloed door de scherpe stijging van de Italiaanse rente vanaf mei 2018.



## Inhoudstafel

Deel 1            De Belgische overheidsschuld (en zijn evolutie)

---

Deel 2            ECB-beleid: quantitative easing en andere maatregelen

---

Deel 3            Impact van mogelijk hogere rentes

---

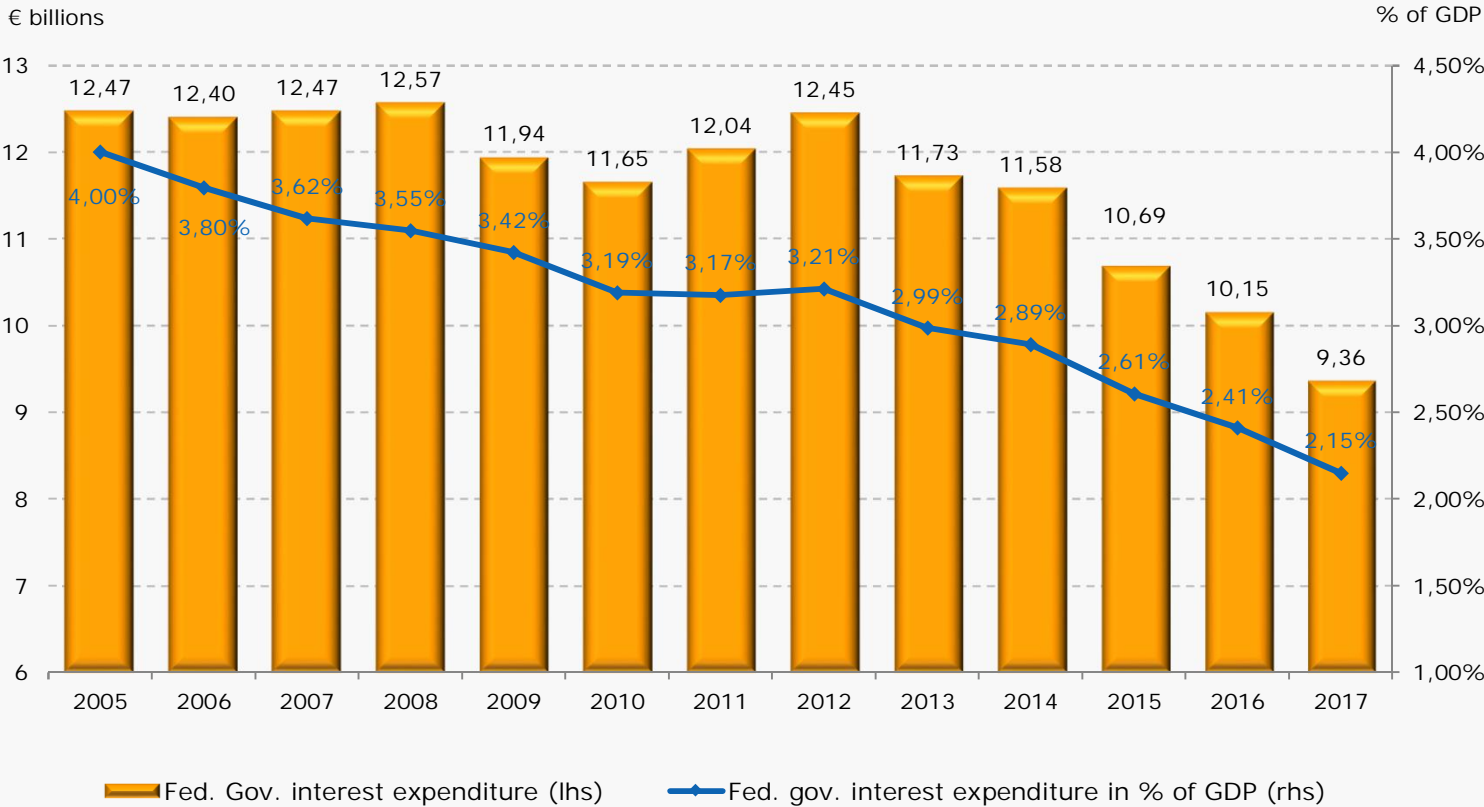
Deel 4            Distributie Schuld en Financiering in 2018

---



# Ondanks de gestegen schuldgraad bleef de kostprijs van de schuld dalen

Interestkosten (federale schuld):



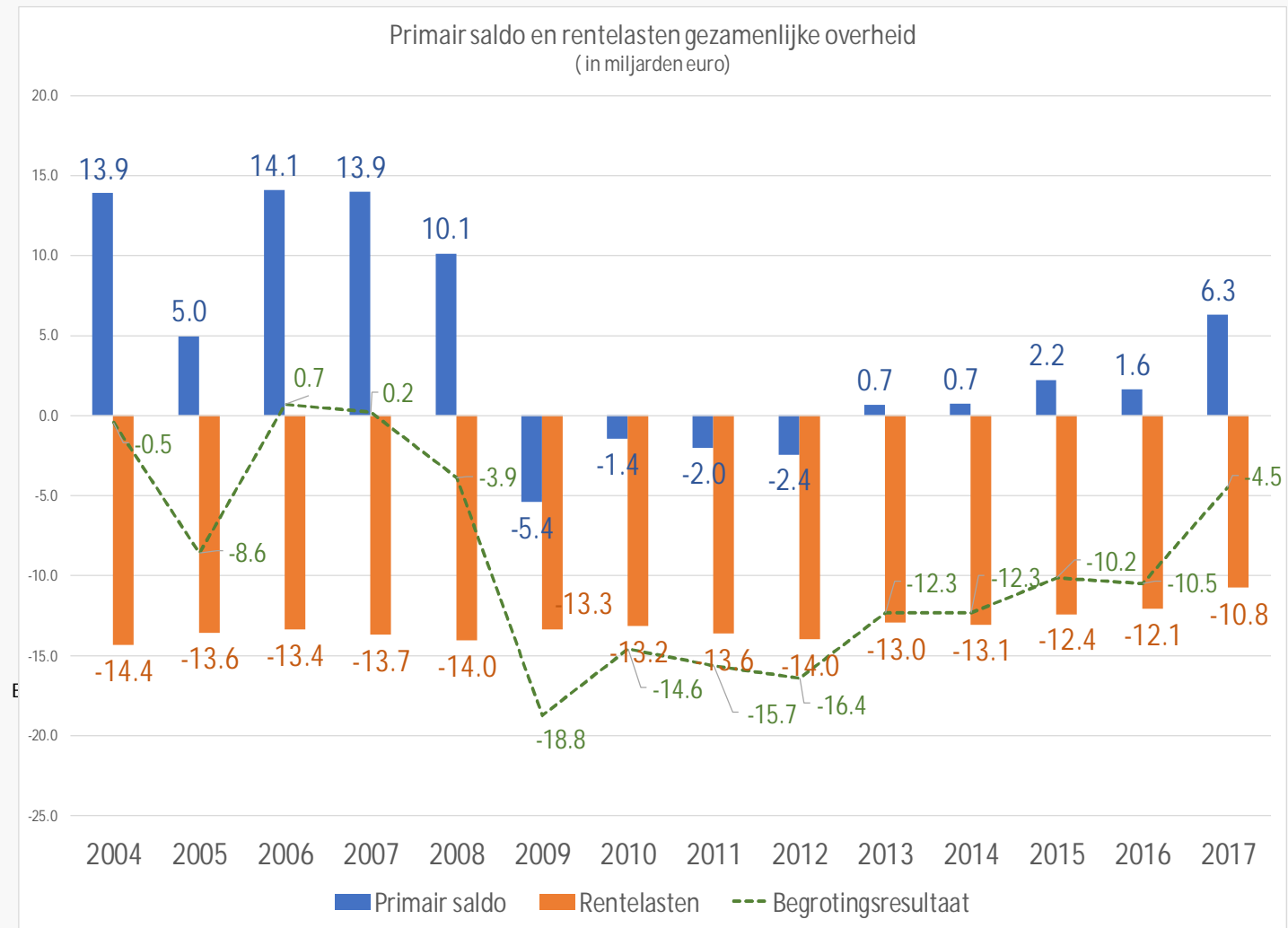
Bron: 2005-2017: NBB (SEC 2010)







## De rentekosten vorm(d)en de stabiele component van het begrotingsresultaat

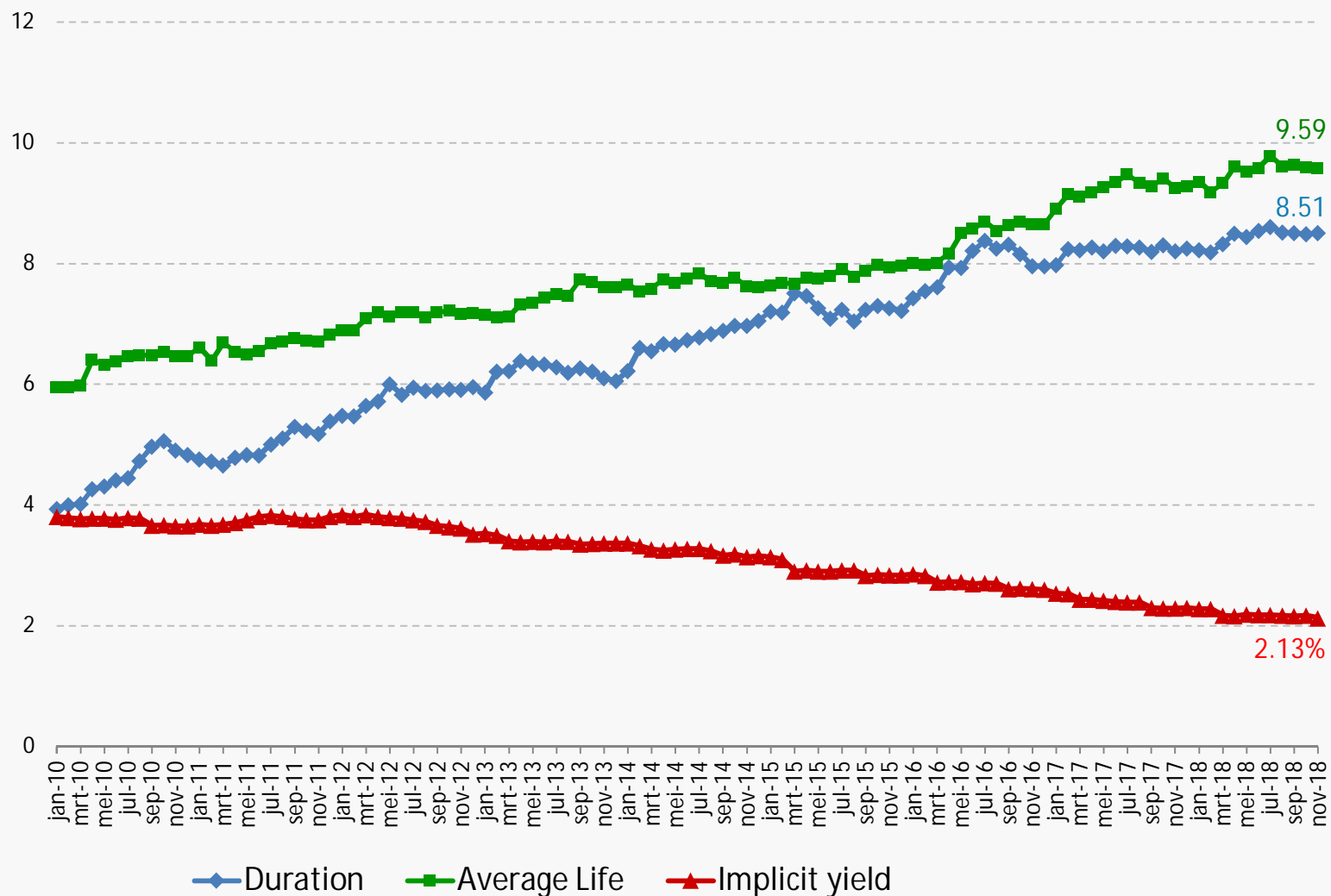


De financiële crisis van 2008-2009 en de recessie van 2009 hadden een verwoestend effect op het primaire saldo dat negatief werd (zelfs al werden de kapitaalsinjecties in de financiële instellingen er niet op aangerekend)



In de tussentijd is de gemiddelde duurtijd van de leningen gevoelig toegenomen in de voorbije jaren (terwijl de kostprijs ervan afnam).

Gemiddelde duurtijd, duratie en gemiddelde kost (federale schuld)





## Het Agentschap heeft sinds 2014 inderdaad nieuwe leningen uitgegeven met een gemiddelde duurtijd van minstens 14 jaar

In 2010-2013 beliep die gemiddelde duurtijd ook al meer dan 10 jaar.

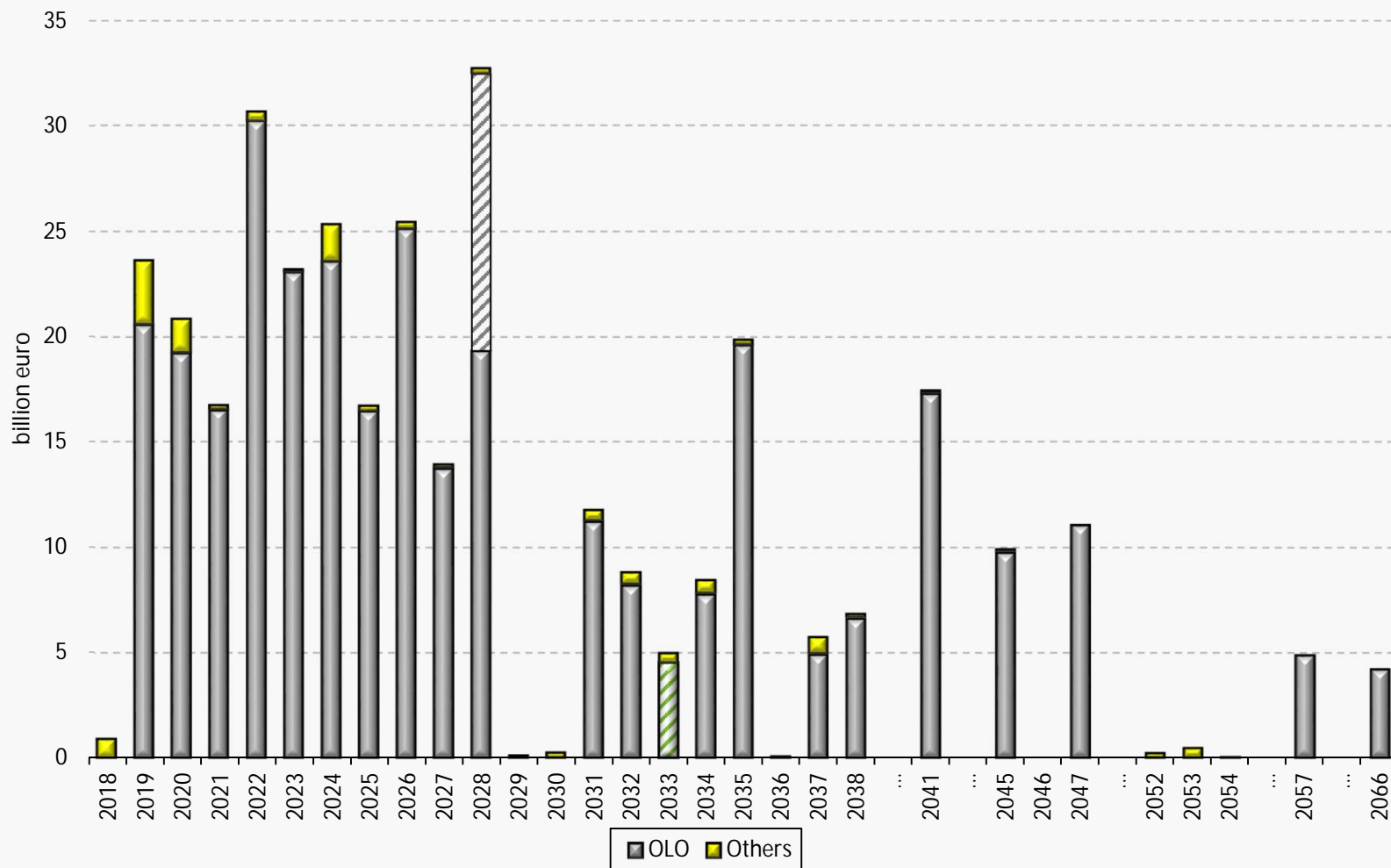
Opmerking: Sinds 2015 belooft de gemiddelde rente 1,0% of zelfs minder.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gemiddelde duur nieuwe LT-leningen	6,52	11,23	11,46	11,31	11,81	14,01	13,80	17,51	15,02	<b>14,80</b>
Gemiddelde rente bij uitgifte	3,9%	3,18%	4,16%	2,92%	2,23%	2,15%	1,04%	0,82%	0,93%	<b>0.98%</b>



## Dit beperkt het bedrag van de jaarlijks op vervalddag komende schuld

Schema van de terugbetalingen van de schuld op lange termijn (30 november 2018)



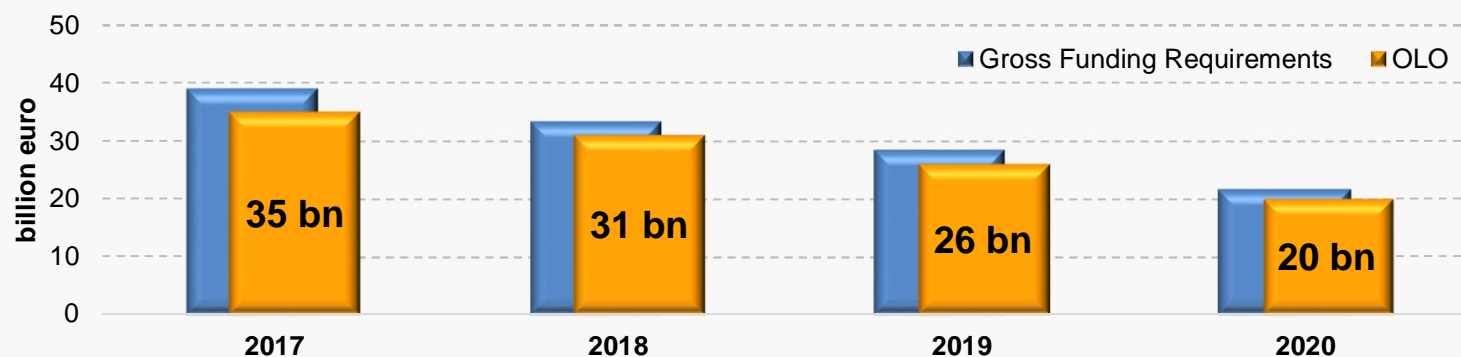
Heel wat schulden  
hoeven slechts binnen  
meer dan 10 jaar te  
worden terugbetaald.



## De te (her)financieren bedragen zullen bijgevolg nog verder dalen

Verwachte financieringsbehoeften en mogelijke invulling ervan (miljarden euro's)

	2017	2018	2019	2020
Bruto financieringsbehoeften	38,98	33,25	28,42	21,61
OLO	35,00	31,00	26,00	20,00
EMTN & Schuldscheine	4,00	3,00	2,00	2,00
Staatsbons	0,25	0,25	0,25	0,25
<b>TOTAAL</b>	<b>39,25</b>	<b>34,25</b>	<b>28,25</b>	<b>22,25</b>



De ECB zal naar verwachting een einde maken aan de netto aankopen vanaf januari 2019, maar zal wel nog blijven herinvesteren wat op verval dag komt.

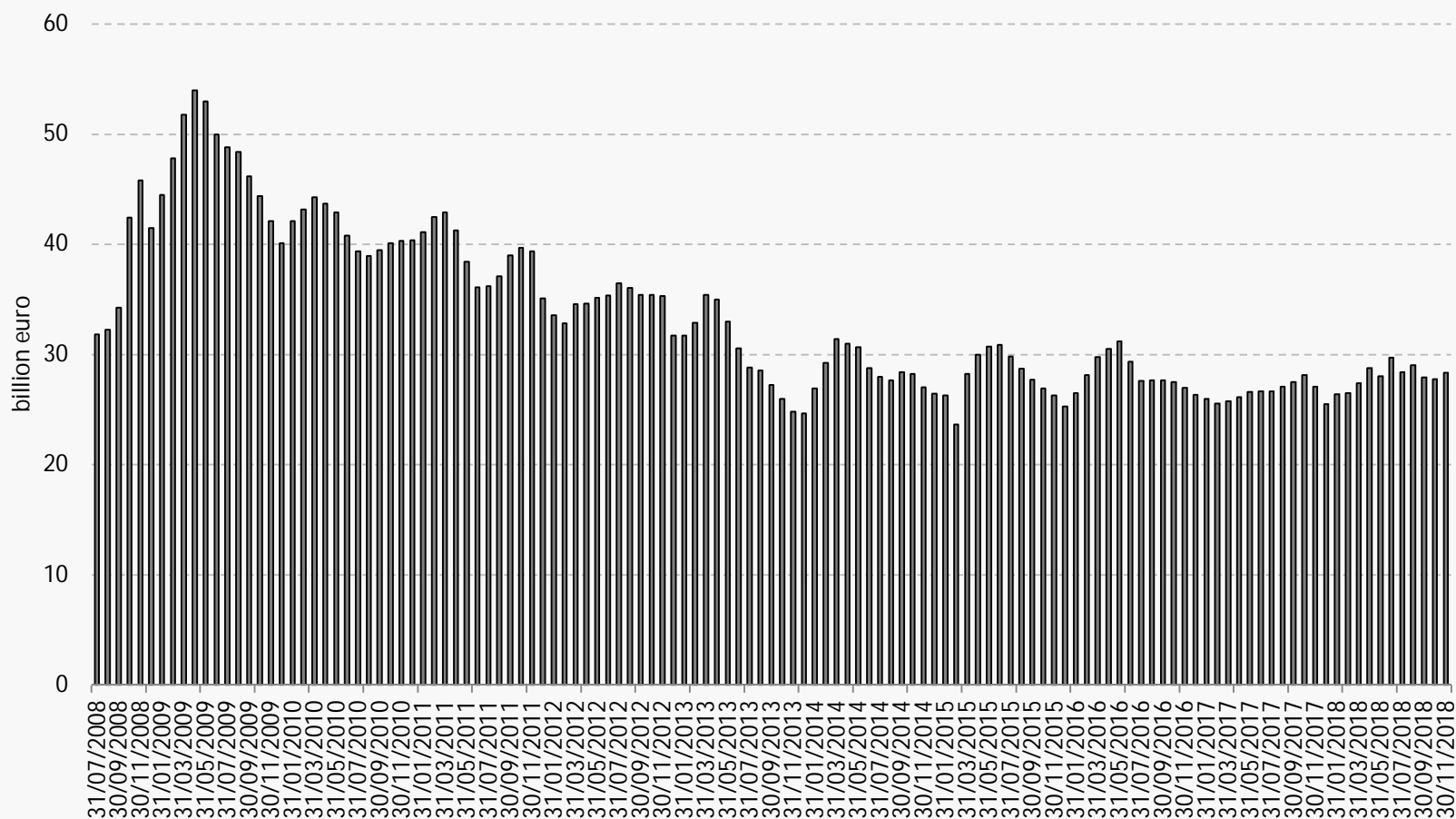
Zo zou zij in 2019 4 à 5 miljard euro aan OLO's aankopen.



## De langere duurtijd van de uitgiften is niet het ganse verhaal

De schuld op korte termijn bereikte begin 2009 een piek van meer dan 50 miljard euro. Dit is nu teruggebracht tot minder dan 30 miljard euro.

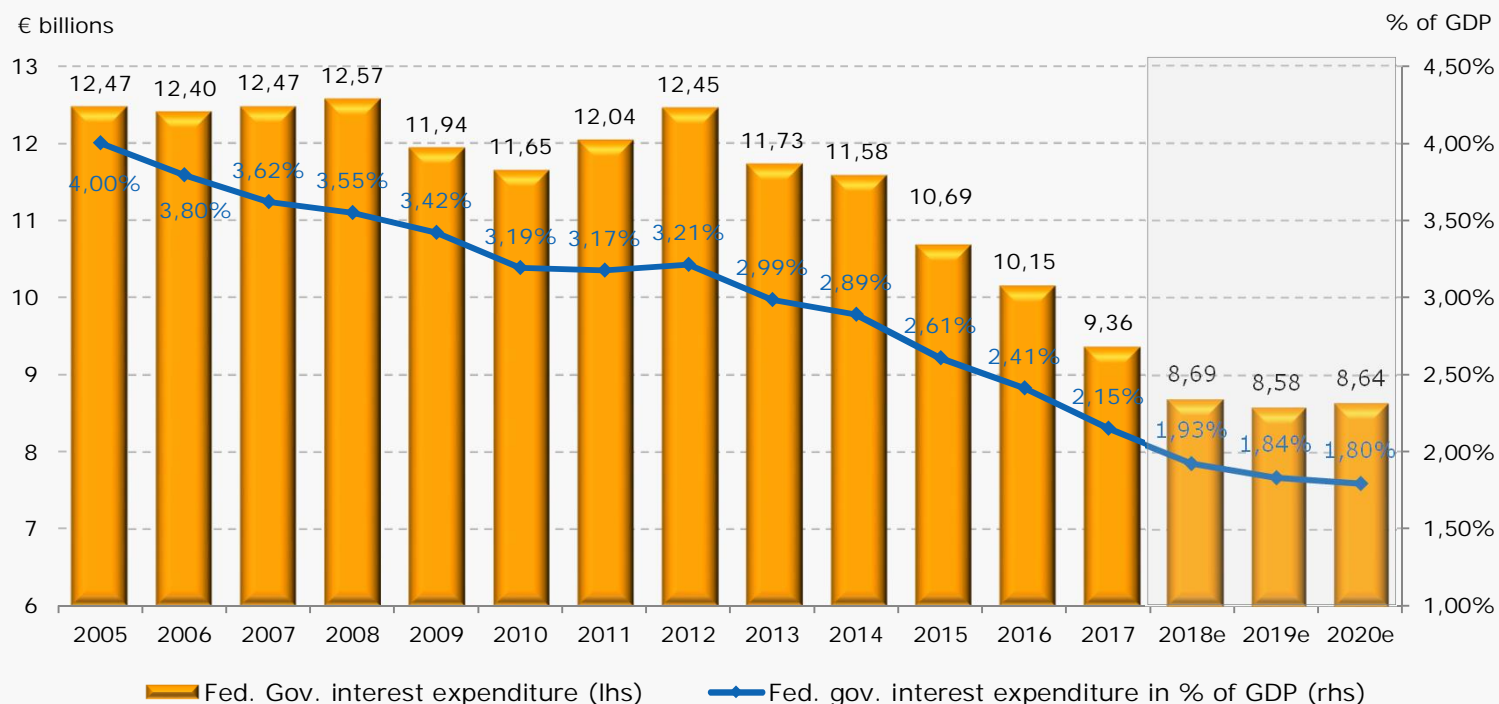
Uitstaand bedrag van de Schatkistcertificaten





## Op korte termijn zou de daling van de rentelasten dan ook aanhouden, zelfs al wordt er rekening gehouden met rentestijgingen

Interestkosten (federale schuld):



Bron: 2005-2016: NBB (SEC 2010)  
2017-2020e: BDA (July 2018)

### Hypothesen

Jaar	2018	2019	2020
3 month rate	-0.52%	-0.17%	0.20%
10 year rate	0.92%	1.24%	1.60%

Dit zijn de rentelasten die voorzien worden in de begroting van 2019 (en in de meerjarenbegroting).



En in de lange termijn zouden de verwachte federale interestlasten onder 2,0% van het bbp blijven (onder bepaalde hypothesen)

Het **primaire** begrotingssaldo wordt onveranderd op **1,0%** van het bbp geschat.

Andere hypothesen zijn:

Gem. **groei**: 1,50%

Gem. **inflatie**: 1,50%

Gemiddelde **rente** op **korte** termijn:

2018: -0.65%

2019: -0.40%

2020: 0.00%

2021: 0.80%

2022-...: 1.45%

Gemiddelde **10-jaars**rente:

2018: 0.61%

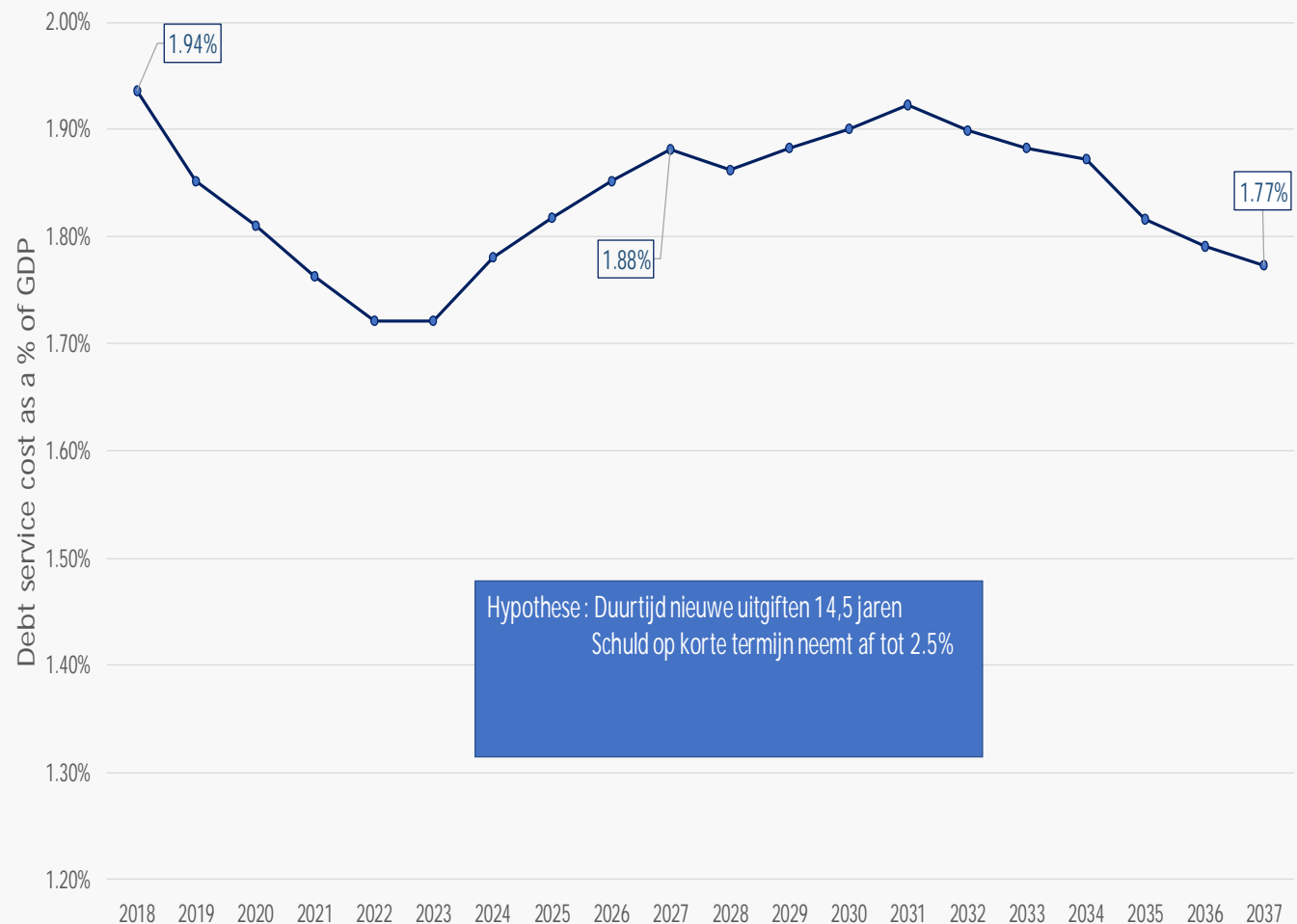
2019: 1.06%

2020: 1.29%

2021: 2.04%

2022-...: 2.90%

Federale rentelasten 2018 - 2037

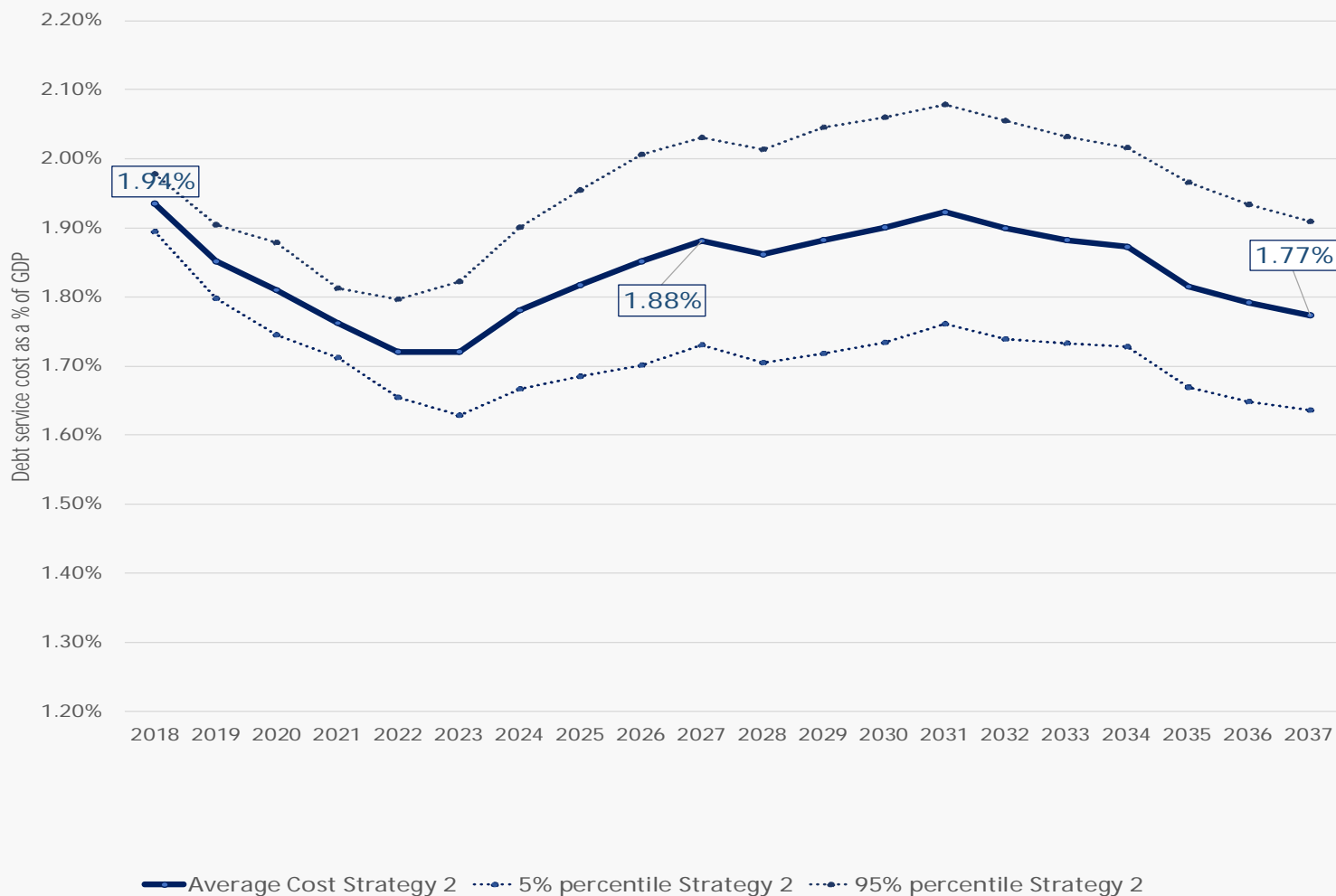






Steeds onder de hypothese van een primair saldo van onveranderd blijft op 1,0% bbp, zouden de meer extreme waarden van die rentelasten bovendien goed meevallen

Federale rentelasten 2018 - 2037 met 90% betrouwbaarheidsinterval

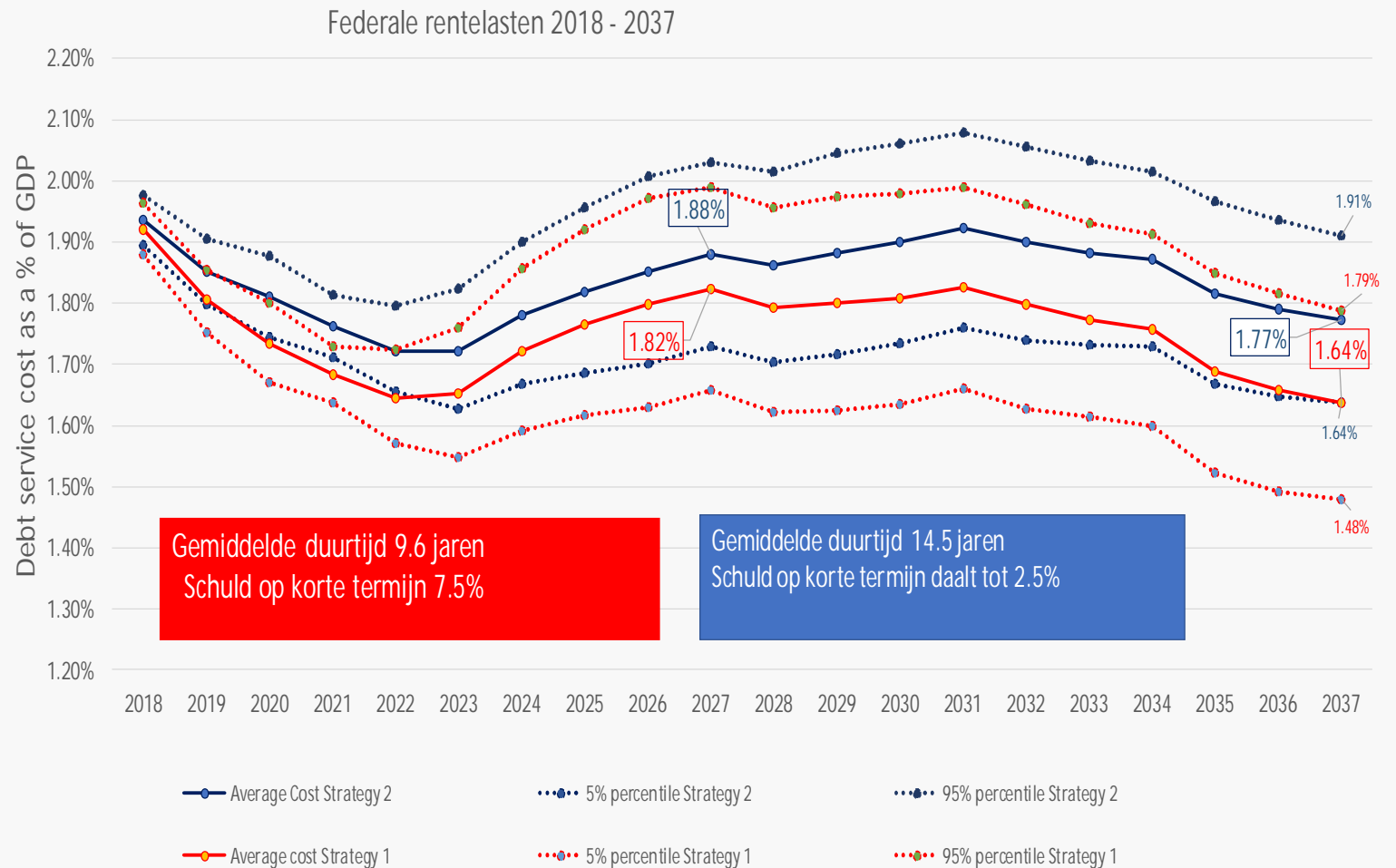


Zelfs bij negatieve scenario's (lage groei en inflatie, en hogere rentes) komen de rentelasten nauwelijks boven 2,0% bbp uit.



## Een strategie met - veel - kortere uitgegeven duurtijden brengt slechts licht lagere kosten met zich mee

De strategie met de kortere duurtijden geeft wel aanleiding tot veel hogere risico's.





## Inhoudstafel

Deel 1                    ECB-beleid: quantitative easing en andere maatregelen

---

Deel 2                    Evolutie van de Belgische overheidsschuld

---

Deel 3                    Impact van mogelijk hogere rentes

---

Deel 4                    Distributie schuld en Financiering van 2018/2018

---



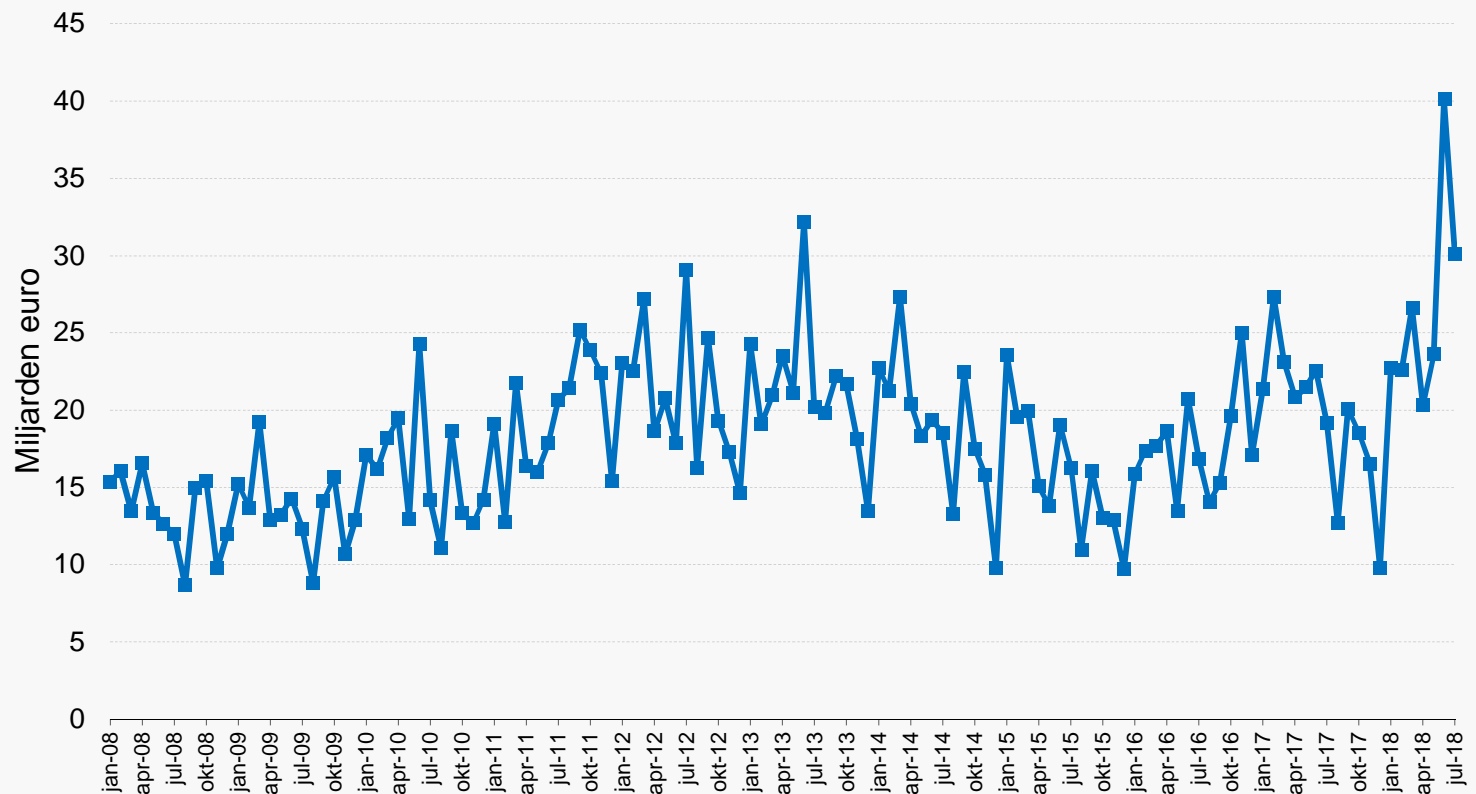
De financiering van 2018 verliep zeer vlot, maar gebeurde bijna exclusief door middel van OLO's

(miljarden euro)	2018 Plan	2018 Verwachtingen
Financieringsbehoeften	33,25	33,59
Netto financieringsbehoefte	4,54	3,91
Terugbetalingen schuld	25,05	25,15
Voorfinanciering	3,11	4,48
Andere financieringsbehoeften	0,55	0,05
Financieringsmiddelen	34,25	34,14
OLO uitgiften	31,00	33,94
EMTN issuance & Schuldscheine	3,00	0,19
State Notes	0,25	0,01
Other	0,00	0,00
Evolutie schuld op korte termijn	- 1,00	-0,55



## De afbouw van de netto aankopen door de ECB zorgt voor meer gerapporteerde handel met beleggers

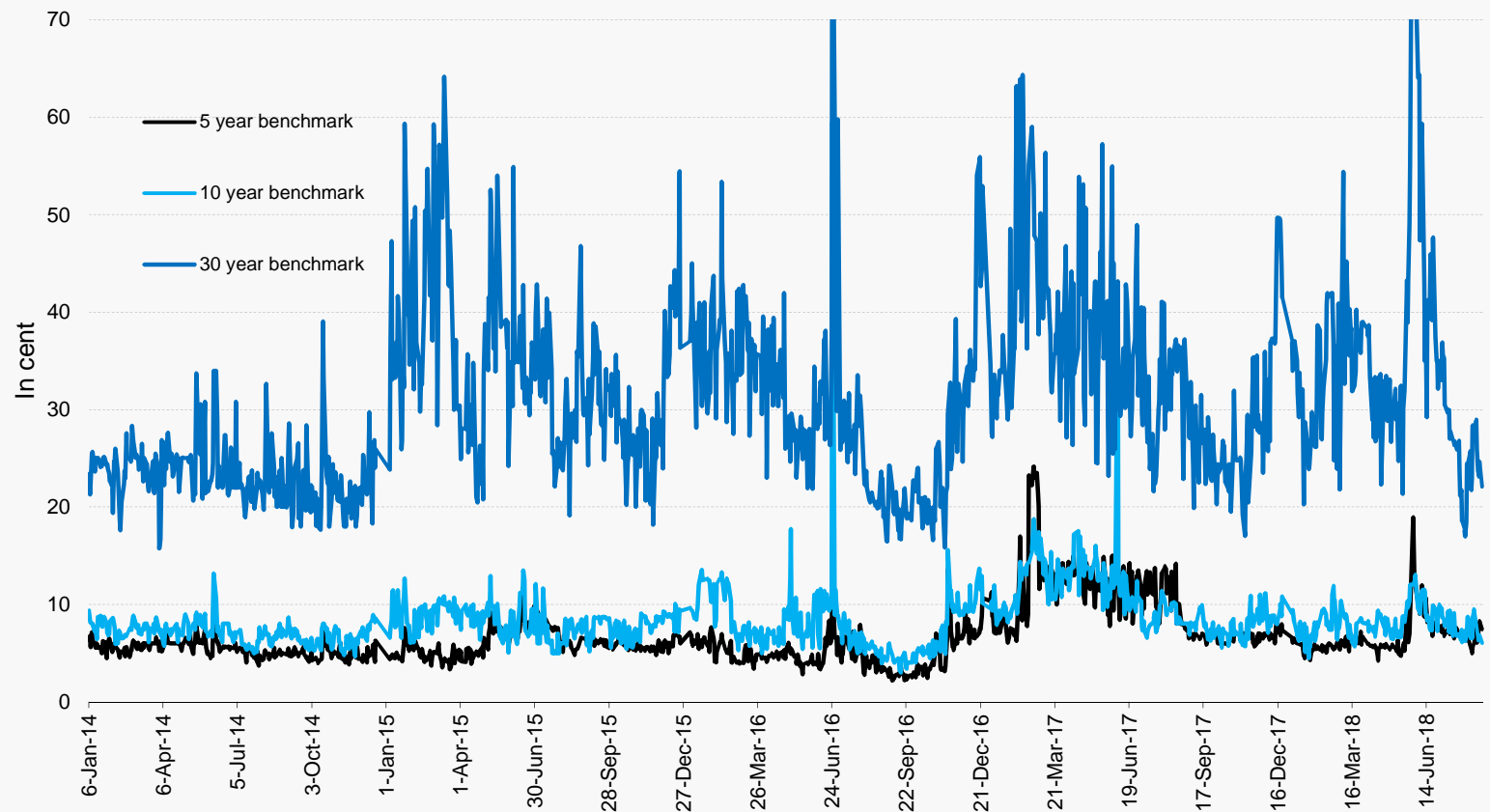
Maandelijks verhandeld volume (excl. QE) van de dealers met hun klanten





## Gemeten aan de bid/offers spreads is de liquiditeit momenteel zeer goed

Beste bid/offer spreads van de dealers op de inter-dealerplatformen

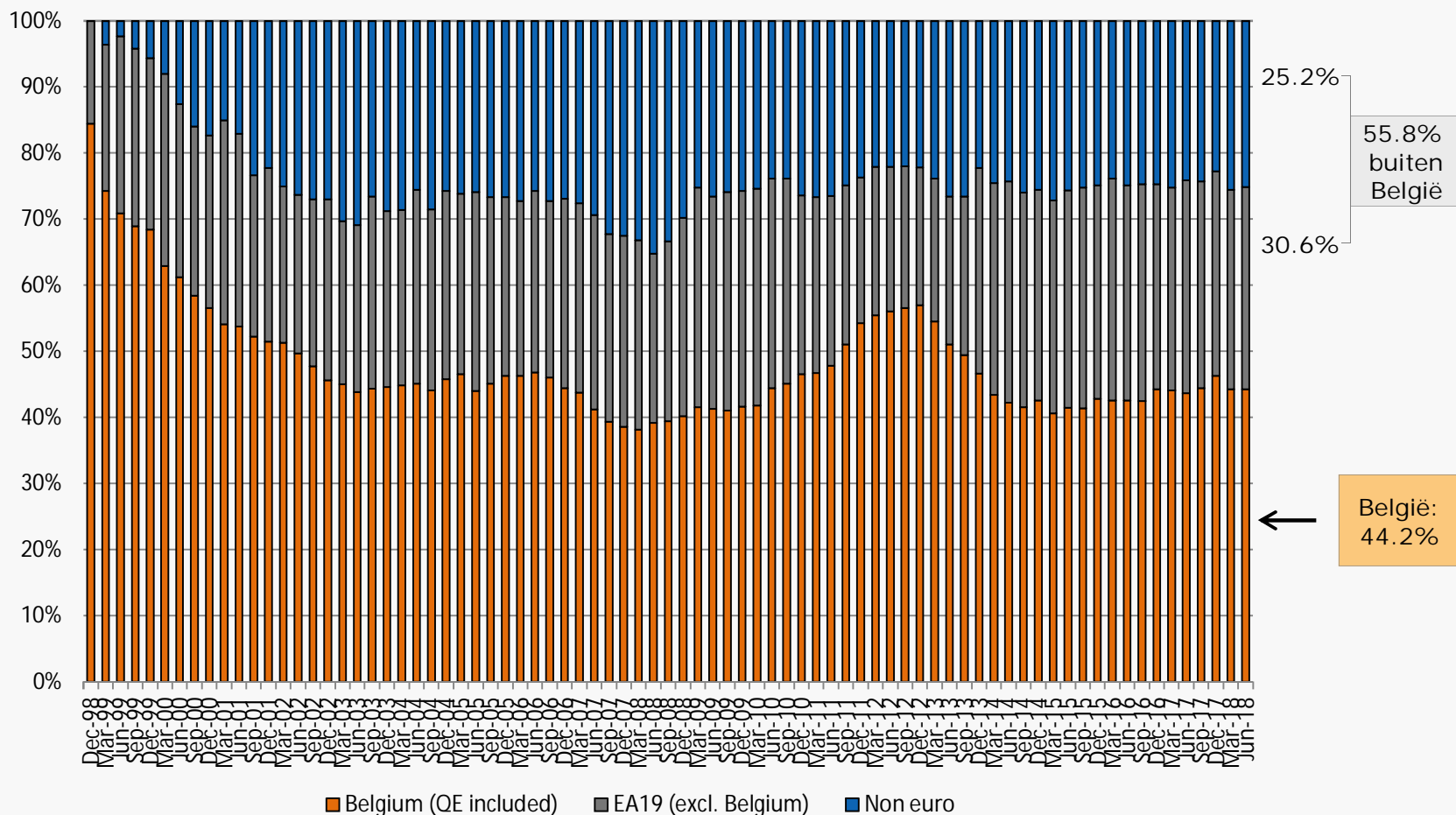


Deze bid/offers zijn uitgedrukt in cent t.o.v. een nominaal van 100: zo kon men op 17 September 100 euro nominaal van de 10-jarige OLO kopen voor 100,14 en verkopen voor 100,08. Een verschil van 0,06 euro per 100 euro dus.



## Het percentage van OLO's in Belgische handen vertoont een lichte stijging, maar dat is volledig te wijten aan de QE door de NBB

Zonder de 72,9 miljard aan aankopen door de NBB, zou het percentage OLO's in Belgische handen een stuk gedaald zijn.

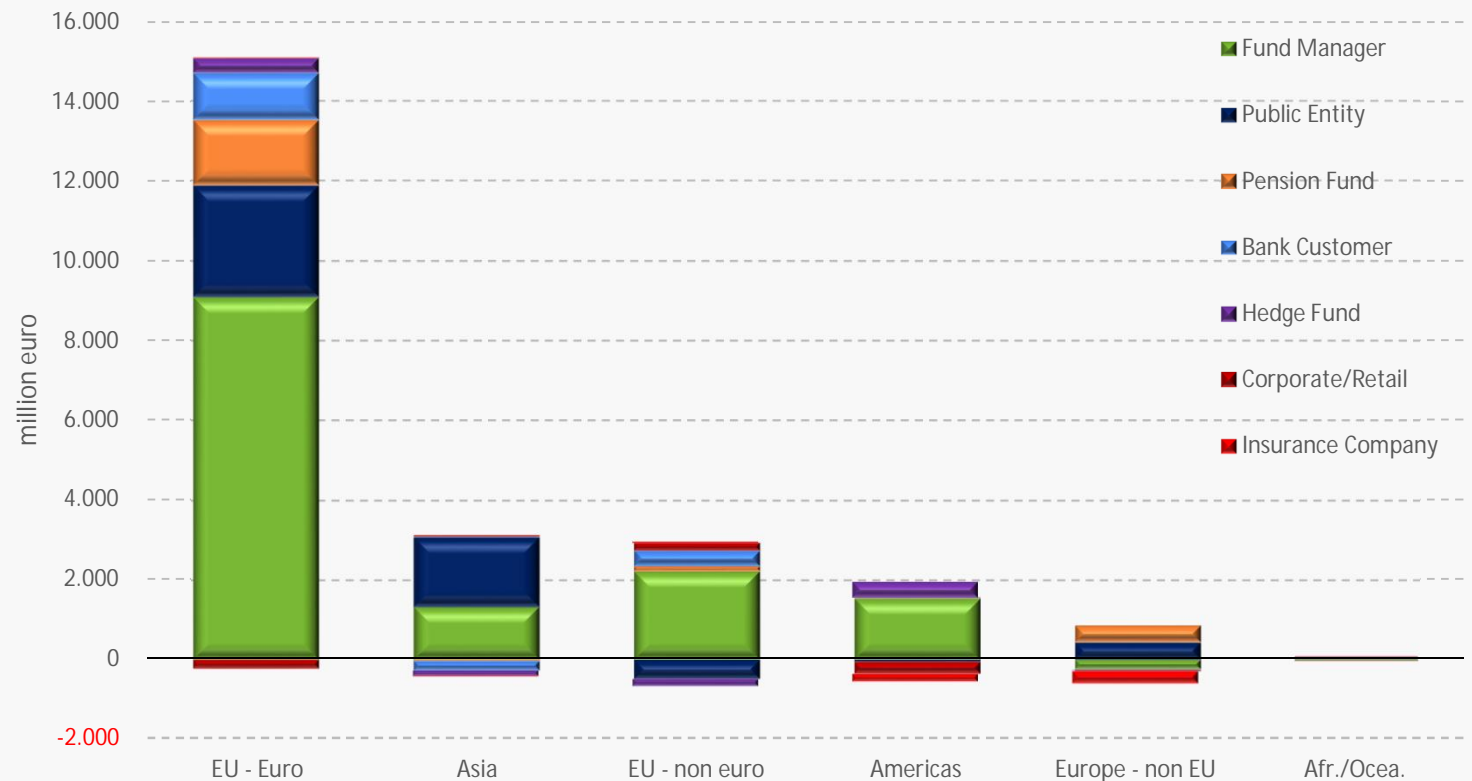


Bron: NBB



## De distributie van het gedeelte buiten QE was gelijkmatig verspreid over de eurozone en de rest van de wereld.

2018/Jan-Oct - Customer Net Sales per Region







## Conclusies

- \* De afbouw van de netto-aankopen door de ECB heeft de Belgische rente niet doen stijgen
- \* De sterk verhoogde gemiddelde duurtijd van de schuld beperkt de gevolgen van eventuele hogere rentes
- \* De rentekosten zullen het proces van de verlaging van de schuldgraad dus niet in gevaar brengen
- \* Bovendien zal het Agentschap in de toekomst jaarlijks minder moeten (her)financieren, wat de schokbestendigheid vergroot