

## 4. Financiële situatie van de Belgische niet-financiële sectoren

Tegen de achtergrond van grote onzekerheid en van een fragmentatie van de financiële markten van het eurogebied, vormen de netto financiële activa waarover België beschikt een factor van stabiliteit. Ondanks de zwakke rendementen, verhoogden de particulieren in 2012, uit voorzorgsoverwegingen, hun inlagen op spaardeposito's, ten koste van de meer risicovolle activa. Hun schuldgraad bleef eveneens stijgen, onder invloed van een verdere toename van de hypothecaire kredieten, zij het in een langzamer tempo dan tijdens het voorgaande jaar. Afgezien van de traditioneel omvangrijke financiële stromen tussen verbonden ondernemingen, hebben de niet-financiële vennootschappen, van hun kant, een groter beroep gedaan op financiering via de uitgifte van obligaties. Bankkredieten blijven echter een belangrijke bron van externe financiering, vooral voor de kmo's. In dit verband bleek dat de rentetarieven in 2012 afnamen, maar de overige kredietvoorwaarden werden verstrengd. De Schatkist profiteerde dan weer van de forse daling van de marktrente in de loop van 2012.

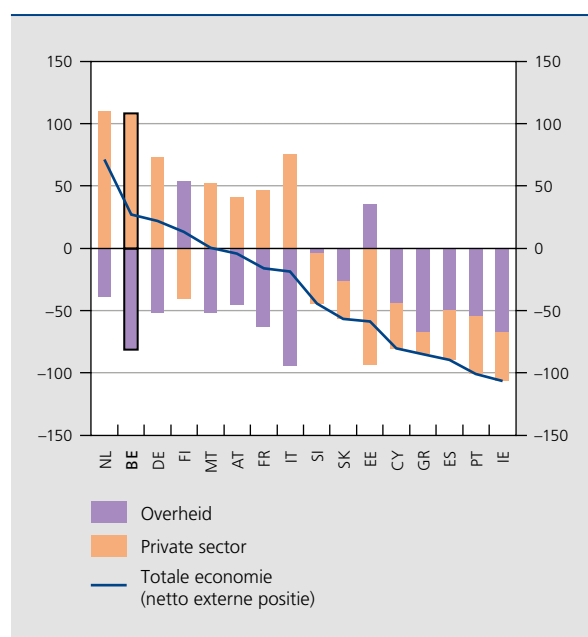
### 4.1 Algemene financiële positie van de Belgische economie

#### België heeft netto financiële activa

België vormt samen met Nederland, Duitsland en Finland een kleine groep van landen in het eurogebied met een nettocrediteurpositie tegenover de rest van de wereld. De financiële tegoeden van de binnenlandse sectoren zijn in deze landen, algemeen beschouwd, groter dan hun verplichtingen. Wat België betreft, vloeit deze gunstige situatie voort uit het feit dat het netto financieel vermogen van de private sector, dat aan het einde van 2011 108% bbp bedroeg, groter was dan de nettoverplichtingen van de overheid. Meer bepaald is het netto financieel vermogen van de Belgische particulieren, uitgedrukt in procenten bbp, het grootste (203%) van de lidstaten van het eurogebied waarvoor deze gegevens beschikbaar zijn.

Deze situatie volgt uit de vorming van aanzienlijke vorderingen op het buitenland, die voortvloeien uit de overschotten die door de tijd heen werden geboekt op de lopende rekening met de rest van de wereld. Dit is ontegensprekelijk een factor van financiële stabiliteit, in

**GRAFIEK 41** NETTO FINANCIËLE ACTIVA IN DE LIDSTATEN VAN HET EUROGEBIED<sup>(1)</sup>  
(gegevens aan het einde van 2011, in % bbp)



Bronnen : EC, NBB.

(1) Verschil tussen het uitstaand bedrag aan financiële activa en passiva. De gegevens zijn niet beschikbaar voor Luxemburg.

**TABEL 8** FINANCIËLE ACTIVA EN VERPLICHTINGEN PER SECTOR  
(gegevens aan het einde van september 2012; in € miljard, tenzij anders vermeld)

	Uitstaand bedrag				Verandering van het netto financieel vermogen tussen december 2011 en september 2012		
	Activa	Passiva	Netto financieel vermogen		Totaal	Financiële transacties	Waardering <sup>(2)</sup>
			September 2012	p.m. December 2011			
Particulieren .....	1 003	211	792	749	43,1	8,0	35,1
Niet-financiële vennootschappen .....	1 697	2 148	-452	-367	-84,6	5,1	-89,7
Overheid .....	131	439	-308	-301	-7,3	-13,3	6,0
Financiële vennootschappen <sup>(1)</sup> .....	1 864	1 836	28	18	9,6	3,8	5,9
<i>p.m. Totaal van de binnenlandse sectoren</i>	<i>4 695</i>	<i>4 634</i>	<i>60</i>	<i>100</i>	<i>-39,2</i>	<i>3,5</i>	<i>-42,7</i>
<i>Idem, in % bbp .....</i>	<i>1 252</i>	<i>1 236</i>	<i>16,1</i>	<i>26,9</i>	<i>-10,4</i>	<i>0,9</i>	<i>-11,4</i>

Bron: NBB.

(1) De financiële vennootschappen omvatten hoofdzakelijk de monetaire financiële instellingen (de NBB, de kredietinstellingen en de monetaire ICB's) en de institutionele beleggers (niet-monetaire ICB's, verzekeringsmaatschappijen en instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening).

(2) Veranderingen die hoofdzakelijk voortvloeien uit prijs- en wisselkoersschommelingen.

een context waarin het vlotte verloop van de financiële transacties binnen het eurogebied wordt belemmerd door de toenemende fragmentatie van de financiële markten. Zoals in dit opzicht blijkt uit Kader 1 betreffende de fragmentatie van de financiële markten (deel 1.1) hebben de landen die hogere rentetarieven moesten betalen, doorgaans een grote nettodebiteurpositie tegenover de rest van de wereld.

Hoewel het totale netto financieel vermogen van de Belgische binnenlandse sectoren positief bleef – in september 2012 bedroeg het € 60 miljard, of 16,1% bbp – liep het ten opzichte van eind 2011 wel terug met € 39,2 miljard. Deze inkrimping was uitsluitend op het conto te schrijven van negatieve herwaarderingseffecten van de bestaande financiële posities, ten belope van € 42,7 miljard, aangezien door de opleving van de beurskoersen de waarde van het aandelenkapitaal op de passiefzijde van de vennootschappen meer was gestegen dan de waarde van de door Belgische ingezetenen aangehouden activa. Daartegenover werden voor een bedrag van € 3,5 miljard nieuwe netto financiële activa verworven op het buitenland.

De vorming van deze nieuwe netto financiële activa kwam tot stand in een somber conjunctuurklimaat dat de economische actoren ertoe aanzette meer te sparen en hun kapitaalinvesteringen terug te schroeven. Die voorzichtigheid is ook merkbaar in de aard van de vorderingen, aangezien vooral de activa die de particulieren in de vorm van spaardeposito's aanhouden, zijn toegenomen.

De financiële transacties van de binnenlandse sectoren hebben de netto externe positie dus ten belope van € 3,5 miljard versterkt, in nagenoeg dezelfde mate als in de eerste negen maanden van 2011, toen het financieringsoverschot van de binnenlandse sectoren € 3 miljard beliep. Ondanks het vergelijkbare totale resultaat, zijn er veranderingen in de samenstelling merkbaar. Enerzijds lag de accumulatie van netto financiële activa, zowel voor de huishoudens als voor de niet-financiële vennootschappen, in de eerste drie kwartalen van 2012 lager dan in de overeenstemmende periode van 2011. Bij de huishoudens daalde de accumulatie van € 14,6 miljard tot € 8 miljard, vooral omdat de toename van hun beschikbaar inkomen vertraagde; bij de niet-financiële vennootschappen nam die accumulatie af van € 19,6 miljard tot € 5,1 miljard. Het financieringssaldo van de niet-financiële vennootschappen bleef evenwel positief, aangezien de investeringen in reële activa werden afgeremd door het onzekere economische klimaat. Anderzijds gaven de financiële vennootschappen een positief financieringssaldo te zien, ten belope van € 3,8 miljard, terwijl dat saldo het voorgaande jaar nog negatief was. De overheid, van haar kant, ging in de eerste drie kwartalen van 2012 voor € 13,3 miljard nieuwe netto financiële verplichtingen aan, wat minder was dan in de overeenstemmende periode van 2011 (€ 15,8 miljard).

Tegen de huidige achtergrond gaat niet alleen extra aandacht uit naar de netto externe positie, maar sinds het uitbreken van de financiële crisis wordt ook met grotere belangstelling naar de brutoschuldgraad van de economieën gekeken. Zo behoren de private en

publieke brutoschuldgraad tot de indicatoren die worden gehanteerd in het kader van de procedure bij macro-economische onevenwichtigheden (PMO) van de EU. Recent empirisch onderzoek suggereert voorts dat er drempels bestaan waarboven de schulden een negatief effect zouden sorteren op de economische groei.

Zoals in Kader 7 van het Verslag van 2011 wordt uiteengezet, moet de schuldgraad – in het bijzonder die van de private sector – evenwel omzichtig worden geïnterpreteerd. Het niveau van de schuldgraad hangt immers af van de gehanteerde definitie. Zo werkt de Bank niet met het niet-geconsolideerde concept van het PMO-scorebord maar baseert ze zich – zowel voor de private als voor de overheidssector – op de geconsolideerde schuldgraad, die wordt verkregen door de niet-geconsolideerde schuldgraad van elke institutionele sector te verminderen met de financiering die is verkregen van andere entiteiten uit diezelfde sector. Het gaat daarbij meer bepaald om kredieten tussen niet-financiële vennootschappen.

## De totale schuldgraad neemt licht af

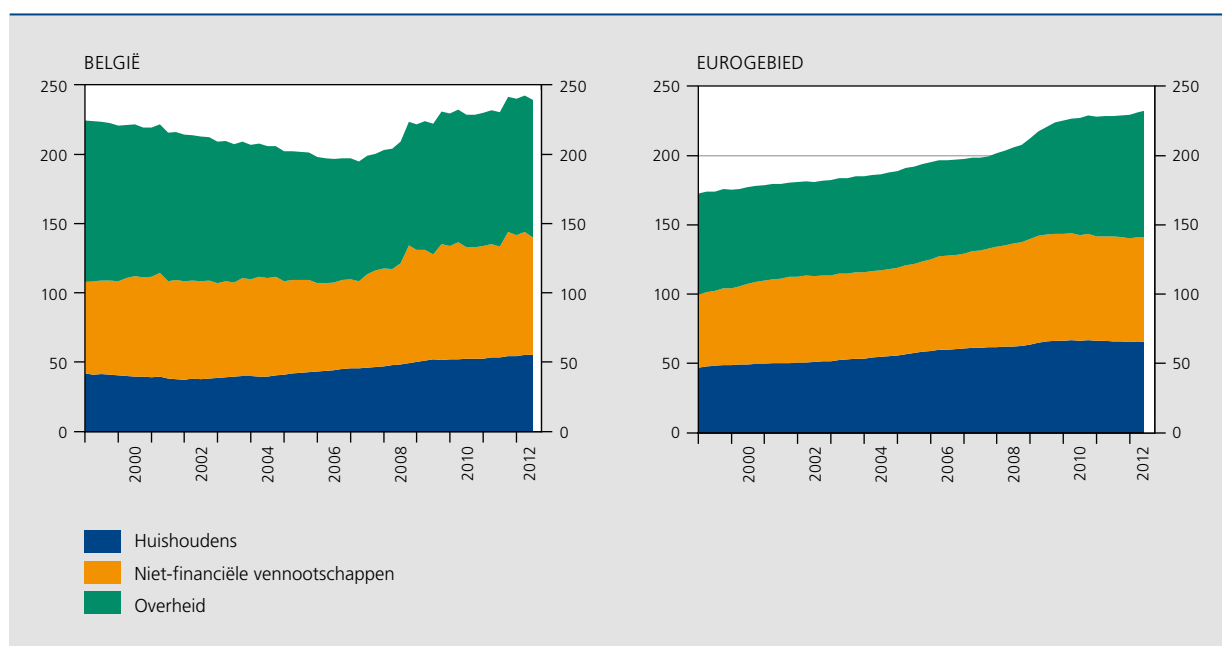
Terwijl België een sterke netto externe positie kan voorleggen, is de totale schuldgraad van de niet-financiële sector

minder gunstig, hoofdzakelijk als gevolg van de hoge overheidsschuld. De totale schuldgraad is in de loop van 2012 evenwel in zeer lichte mate teruggelopen, onder invloed van de private sector en meer in het bijzonder van de niet-financiële vennootschappen.

Aan het einde van 2011 bedroeg de totale geconsolideerde schuldgraad van de niet-financiële sector (overheid, particulieren en niet-financiële vennootschappen) 242 % bbp, waarmee België boven het gemiddelde van het eurogebied uitkwam (229 %). Dit is toe te schrijven aan de relatief hoge overheidsschuld (97,8 % bbp), die net als in elf andere landen van de EMU meer bedraagt dan de referentiewaarde die is vastgelegd in het Verdrag van Maastricht, namelijk 60 % bbp. De schuldgraad van de private sector (143,8 % bbp) benaderde het gemiddelde van het eurogebied (141,3 %). Dat percentage ligt onder de drempelwaarde van 160 % bbp die in de PMO wordt gehanteerd, zij het dat die waarde op de niet-geconsolideerde schuld van toepassing is.

Tijdens het verslagjaar steeg de Belgische overheidsschuld van 97,8 % tot 99,6 % bbp. De schuldgraad van de private sector nam daarentegen af, van 143,8 % tot 139,9 % bbp in september 2012. Deze beweging is volledig toe te schrijven aan de niet-financiële vennootschappen,

**GRAFIEK 42** GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULDGRAAD VAN DE NIET-FINANCIËLE SECTOR<sup>(1)</sup>  
(in % bbp)



Bronnen : EC, NBB.

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

waarvan de schuldgraad tijdens de eerste drie kwartalen van 2012 daalde met 4,9 procentpunt, om eind september uit te komen op 84,6 % bbp. De schuldgraad van de huishoudens nam daarentegen toe met 1 procentpunt, tot 55,3 % bbp.

De lichte afname van de schuldgraad van de niet-financiële private sector die de recentste gegevens voor België te zien geven, vormt nog geen omslag in de tendens. In het eurogebied hield de sinds medio 2010 opgetekende lichte inkrimping van de schuldpositie van de niet-financiële private sector aan. Dit verloop ging gepaard met een zwakke groei van de bancaire kredietverlening en, in een aantal landen, met een correctie van de woningprijzen. Van een significant schuldafbouwproces bij de huishoudens en de niet-financiële vennootschappen van het eurogebied was echter nog geen sprake: hun schuld daalde met respectievelijk 1,2 procentpunt en 1,7 procentpunt ten opzichte van haar hoogste peil, en kwam uit op 65,6 % en 75,6 % bbp.

In België ging de ontwikkeling van de schuldenlast gepaard met een meer dynamisch verloop van de bancaire kredietverlening dan in het eurogebied, waar de kredietgroei vanaf juni negatief werd. Hoewel de rentetarieven op een laag peil bleven staan, vertraagde de bancaire kredietverlening, zowel aan de huishoudens als aan de niet-financiële vennootschappen, desondanks ook in België. Dit was toe te schrijven aan de gecombineerde invloed, vanaf het tweede kwartaal, van een verzwakkende vraag en een verstrakking van de niet-rentegerelateerde kredietvoorwaarden. De daling van de jaar-op-jaar groei van de bancaire kredietverlening was vooral duidelijk voor de niet-financiële vennootschappen, waarvoor de groei kromp van gemiddeld 4,2 % in 2011 tot 2,1 % in 2012, terwijl de jaar-op-jaar toename van de kredieten aan particulieren relatief hoog bleef, met gemiddeld 5,5 % in 2012, tegen 6,8 % in 2011.

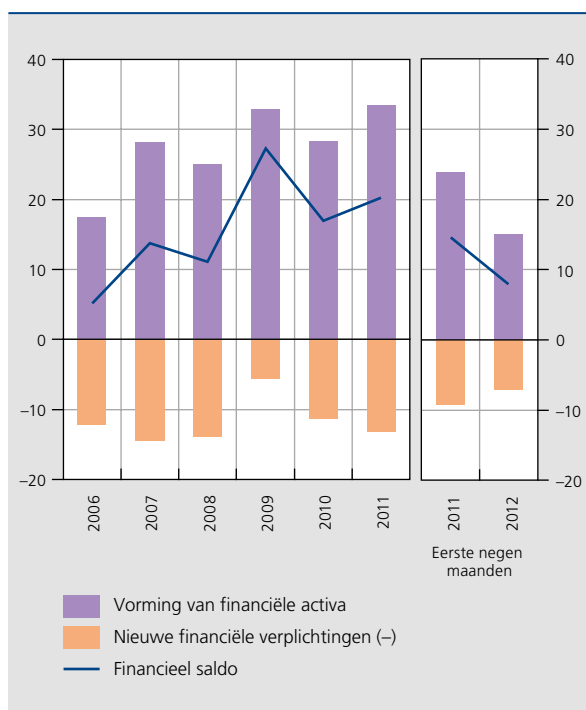
Voor het overige tekenden zich een aantal tendensen af in de financieringsbronnen van de verschillende sectoren. Zo deed zich, enerzijds, een verschuiving voor van bancaire naar niet-bancaire financiering in de sector van de niet-financiële vennootschappen, wegens de bijzonder gunstige financieringsvoorwaarden op de markt van de bedrijfsobligaties, en was er, anderzijds, ook een verschuiving van de buitenlandse naar de ingezeten banken. In Kader 5 van dit hoofdstuk wordt dieper op die ontwikkelingen ingegaan. Ook wat de overheid betreft, spelen de binnenlandse sectoren een grotere rol in de financiering van de overheidsschuld. Deze ontwikkelingen kunnen worden verklaard door het feit dat de financiële integratie in het eurogebied afneemt sinds de financiële crisis.

## 4.2 Particulieren

De waarde van het totale nettovermogen van de huishoudens – bestaande uit zowel hun netto financiële activa als hun vastgoed – nam in de eerste negen maanden van het verslagjaar met € 63,9 miljard toe. Deze stijging is voornamelijk toe te schrijven aan de meerwaarden teweeggebracht door de prijsstijgingen op de financiële markten, en in het bijzonder op de beurzen. Daarenboven bleven de Belgische huishoudens investeren in nieuwe financiële activa. Net als de voorgaande jaren bepaalde het voorzorgsmotief in ruime mate het spaargedrag, waarbij de voorkeur werd gegeven aan beleggingen in risicovrije instrumenten zoals bankdeposito's en bepaalde levensverzekeringsspolissen. Deze ontwikkeling ging gepaard met een toename van de schulden van de particulieren, hoofdzakelijk via hypothecaire kredieten.

Het saldo van de financiële transacties droeg in de eerste negen maanden van 2012 voor € 8 miljard bij tot de toename van het netto financieel vermogen van de huishoudens. Hun financieel overschot daalde echter aanzienlijk ten opzichte van de in 2011 gerealiseerde nettobesparingen. Zo vertraagde de vorming van financiële activa, die terugliep tot € 14,9 miljard, sneller dan de vorming

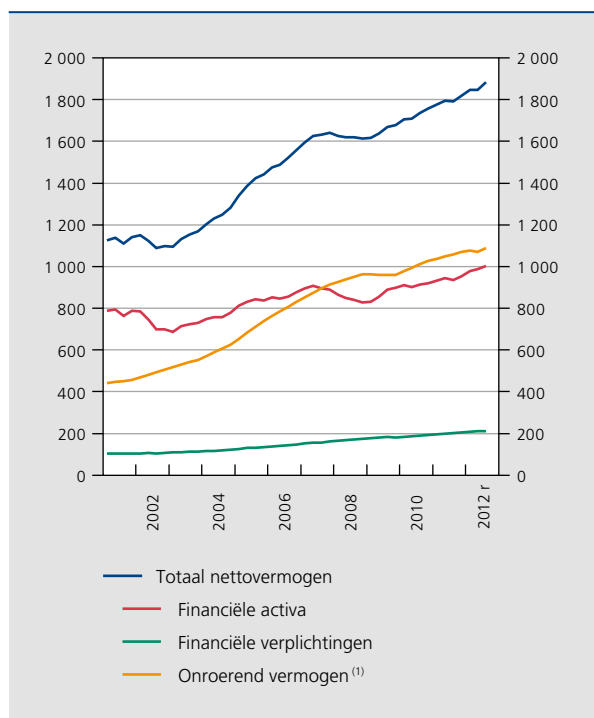
**GRAFIEK 43** FINANIËLE TRANSACTIES VAN DE PARTICULIEREN  
(in € miljard)



Bron : NBB.

**GRAFIEK 44 VERMOGEN VAN DE PARTICULIEREN**

(in € miljard, uitstaand bedrag aan het einde van het kwartaal)



Bron : NBB.

(1) Van 2005 tot 2011 vloeien de gegevens aan het einde van het jaar voort uit een inventaris, waarin van de FOD Financiën afkomstige volumegegevens (Algemene Administratie van de Patrimoniumdocumentatie) gecombineerd worden met de gegevens over de verkoopprijzen afkomstig van de FOD Economie. De gegevens van vóór 2005 zijn geretropoleerd op basis van de ramingen die in het Verslag van 2010 gepubliceerd zijn. De gegevens van eind maart, juni en september van elk jaar zijn interpolaties (en ramingen voor 2012).

van nieuwe financiële verplichtingen (€ 7 miljard). Het lage rentepeil, dat in het algemeen een negatieve invloed uitoefent op de vorming van activa en de financiële verplichtingen van de huishoudens verder doet toenemen, speelde in dit opzicht een belangrijke rol, net als het onzekere economische klimaat.

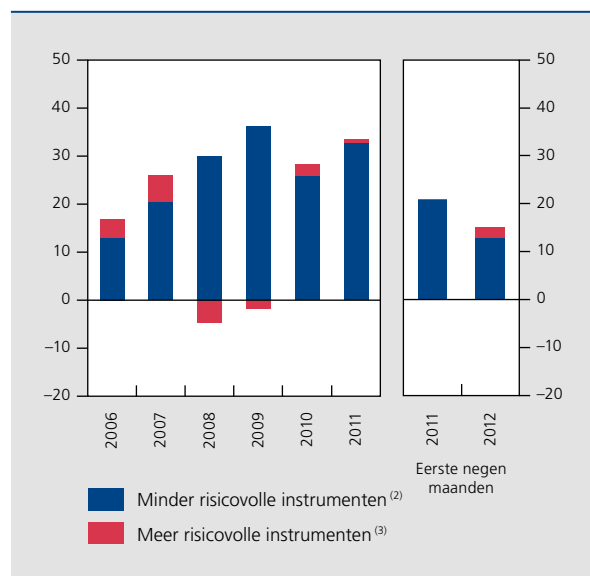
Net als de stijging van de netto financiële activa hield de toename van het onroerend vermogen van de particulieren aan tijdens het verslagjaar. Al met al zette het totale nettovermogen van de huishoudens de sinds begin 2009 opgetekende stijging voort in 2012, van € 1 818 miljard aan het einde van 2011 tot € 1 882 miljard op 30 september van het verslagjaar. De financiële tegoeden van de particulieren bedroegen € 1 003 miljard op 30 september 2012, tegen € 954 miljard aan het einde van het voorgaande jaar. De financiële verplichtingen van de particulieren beliepen in totaal € 211 miljard, tegen € 205 miljard eind 2011. Tot slot werd het onroerend vermogen van de huishoudens op € 1 090 miljard geraamd op 30 september 2012, tegen ongeveer € 1 069 miljard aan het einde van 2011.

De vorming van financiële activa wordt nog steeds gekenmerkt door een hoge risicoaversie

Ondanks de daling van de reeds lage rendementen – die voor bepaalde producten zelfs negatief waren in reële termen – hebben de particulieren hun opbouw van financiële activa gehandhaafd, onder invloed van een voorzorgsmotief verbonden aan de aanhoudende economische onzekerheid. Tegen die achtergrond hebben zij hoofdzakelijk geopteerd voor als veilig beschouwde financiële instrumenten, waardoor de meer risicovolle beleggingen, tijdens de eerste negen maanden van 2012, slechts 14,4% van hun nieuwe financiële investeringen vertegenwoordigden. Deze risicoaversie is duidelijk aanwezig sedert het uitbreken van de financiële crisis. Volgens de eerste resultaten van de enquête van het Eurosysteem naar het financiële gedrag van de huishoudens gaf de financiële crisis aanleiding tot een dubbele vlucht naar meer zekerheid: van aandelen naar bankrekeningen enerzijds, en van bankrekeningen naar vastgoed anderzijds.

**GRAFIEK 45 VORMING VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR DE PARTICULIEREN : UITSPLITSING NAAR HET GELOPEN RISICO<sup>(1)</sup>**

(in € miljard)



Bron : NBB.

(1) Ongerekend de activa die zijn opgenomen in de rubriek 'Overige' van grafiek 46.

(2) Deze categorie omvat de biljetten, de muntstukken en deposito's, de vastrentende effecten en de technische voorzieningen van verzekeringen exclusief tak 23. Het gaat dus om het geheel van de instrumenten die, voor zover ze tot op hun vervaldag worden aangehouden en voor zover hun debiteur zijn verplichtingen nakomt, in hun referentievaluta een positief of nul belopend nominaal rendement waarborgen. Dit onderscheid blijft dus arbitrair in de mate dat het, bij gebrek aan informatie, geen rekening houdt met het risico dat inherent is aan de valuta of de tegenpartij van de belegging.

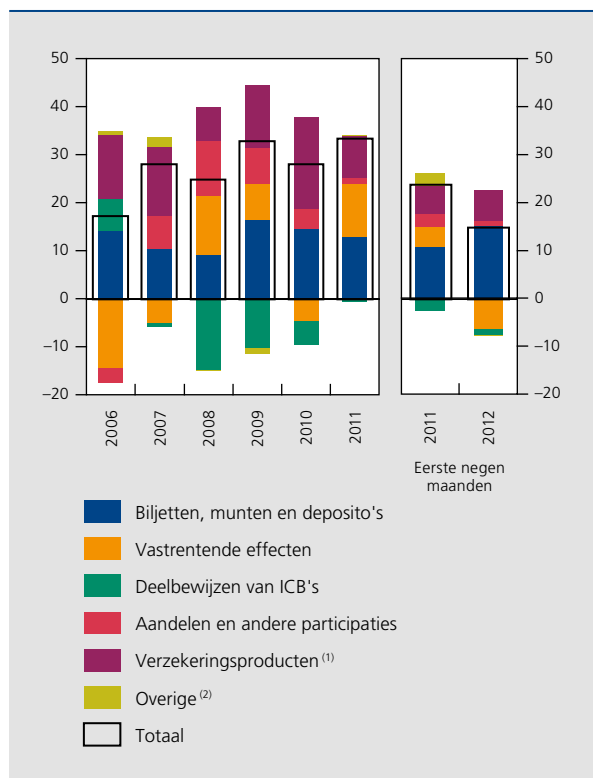
(3) Deze categorie omvat de financiële instrumenten die de hierboven toegelichte waarborg niet bieden, namelijk de aandelen en andere participaties, de deelbewijzen van ICB's en de technische voorzieningen van de verzekeringen van tak 23.

Naast de zoektocht naar minder risicovolle activa werd het beleggingsgedrag van de huishoudens ook beïnvloed door de wijzigingen in de fiscale behandeling van inkomsten uit spaargelden. Op 1 januari 2012 werd voor tal van beleggingsinstrumenten het heffingsstarief op hun inkomsten opgetrokken van 15% naar 21%. Dit was meer bepaald het geval voor de zicht- en termijndeposito's, en ook voor kasbons en obligaties. De tweede fiscale nieuwigheid betrof de invoering van een supplementaire belasting van 4% op roerende inkomsten hoger dan € 20 020 (drempel van kracht voor de inkomsten van het jaar 2012). Teneinde deze maatregel toe te passen, dienen de roerende inkomsten – met als belangrijke uitzondering de vrijgestelde interesten op de gereguleerde spaarrekeningen – te worden vermeld in de belastingaangifte van 2013 wanneer ze in totaal meer dan € 20 020 bedragen. Beneden dit bedrag volstaat een verklaring op erewoord om te worden vrijgesteld van de bijkomende belasting. De belastingplichtigen die aan hun bank een

bevrijdende heffing hebben gevraagd, zullen evenwel ontsnappen aan de vermelding van de inkomsten in de belastingaangifte, maar in dat geval wordt de bijkomende heffing van 4% aan de bron toegepast van bij de eerste euro aan ontvangen inkomsten. Laatstgenoemde regeling zal in de toekomst trouwens automatisch van toepassing zijn, te beginnen met de inkomsten van het jaar 2013, aangezien de regering heeft besloten het algemene peil van de roerende voorheffing gelijk te trekken op 25% en tegelijk het bevrijdende karakter ervan te herstellen. De voorheffing van 15% blijft evenwel van toepassing voor de interesten op de gereguleerde spaardeposito's die hoger zijn dan de vrijstellingsdrempel. Deze bedroeg € 1 830 voor de inkomsten van 2012.

Tegen die achtergrond verkozen de huishoudens spaardeposito's boven beleggingen op de financiële markten. Eens te meer ging hun spaargeld grotendeels naar bankdeposito's, instrumenten die bij uitstek geschikt zijn voor het voorzorgssparen. Algemeen beschouwd trokken de biljetten, munten en deposito's in de eerste negen maanden van het verslagjaar € 15,1 miljard aan, ruimschoots

**GRAFIEK 46** VORMING VAN FINANCIËLE ACTIVA DOOR DE PARTICULIEREN : UITSPLITSING NAAR CATEGORIE VAN ACTIVA  
(in € miljard)

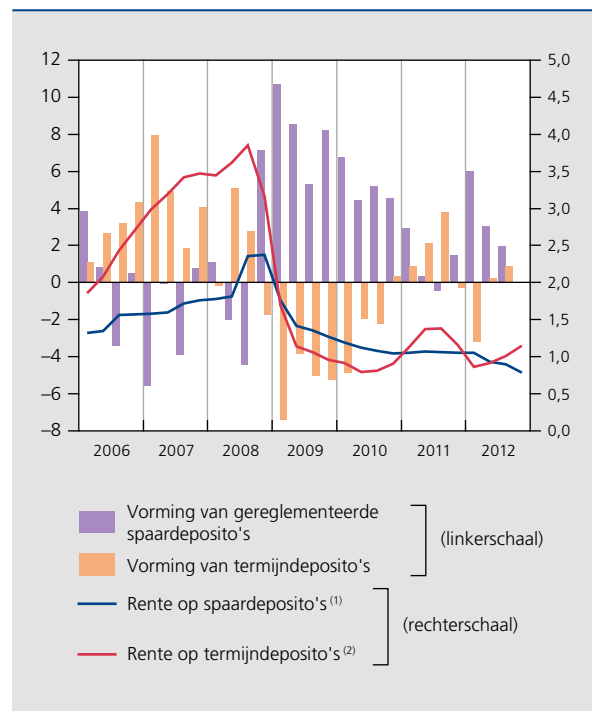


Bron : NBB.

(1) Deze rubriek omvat voornamelijk de nettorechten van de huishoudens op de technische voorzieningen van levensverzekeringen en op de pensioenfondsen of de instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening.

(2) Deze rubriek omvat, voor zover zij konden worden opgetekend, de handelskredieten en verschillende activa op de overheid en de financiële instellingen.

**GRAFIEK 47** SPAAR- EN TERMIJNDEPOSITO'S VAN DE PARTICULIEREN  
(kwartaalgegevens ; in € miljard, tenzij anders vermeld)



Bron : NBB.

(1) Ongerekend getrouwheidspremies.

(2) Na aftrek van de roerende voorheffing van 15% (tot in 2011) of 21% (in 2012). Gemiddelde van de rentetarieven toegepast op de belangrijkste categorieën van termijndeposito's, gewogen aan de hand van de bedragen van de nieuwe deposito's in elk van deze categorieën.

meer dan de overige categorieën van financiële activa die, in totaal, een netto desinvestering van € 0,2 miljard lieten optekenen.

Meer specifiek wat de deposito's betreft, beliep de vorming van spaardeposito's € 11,1 miljard, terwijl de termijndeposito's negatieve nettostromen noteerden voor € 2,1 miljard. Tegen een achtergrond waarin de netto basisrendementen nagenoeg identiek zijn, rond 1%, hoeft het nauwelijks te verbazen dat de huishoudens de voorkeur gaven aan de spaarrekeningen, gelet op hun grotere liquiditeit en de getrouwheidspremie die ze opleveren. Bovendien hebben de wijzigingen in de belasting op de roerende waarden waarschijnlijk in het voordeel van de spaardeposito's gespeeld.

Het rendement van vastrentende effecten is het afgelopen jaar over het algemeen gedaald. Vermits de koersen recordhoogten bereikten, konden de meest actieve beleggers een meerwaarde innen door hun effecten vóór de vervaldag door te verkopen op de secundaire markt, en maakte het bodempeil van het rendement op obligaties, in combinatie met de stijging van de roerende voorheffing, nieuwe beleggingen in obligaties weinig interessant voor spaarders. Al met al hebben de huishoudens hun posities in vastrentende effecten verminderd met € 6,4 miljard. Ter vergelijking: in de eerste negen maanden van 2011 hadden ze nog voor € 4,2 miljard nettoaankopen van vastrentende effecten uitgevoerd. Vooral de intekeningen op de staatsbons waren gering, met in totaal amper € 142 miljoen over het hele verslagjaar, terwijl ze in 2011 nog meer dan € 6 miljard hadden opgebracht. In dat jaar had de laatste uitgifte, op het hoogtepunt van de spanningen op de markten voor overheidsobligaties, een historisch succes gekend dat toe te schrijven was aan zeer aantrekkelijke rentetarieven en aan een voorheffing die uitzonderlijk op 15% werd gehouden.

Ondanks een daling van het gewaarborgd rendement op tak 21-contracten als gevolg van de rendementsdaling van de reserves, verstevigden de huishoudens hun positie bij de verzekeraars en de pensioenfondsen voor een nettototaal van € 6,5 miljard. De inkomsten uit

verzekeringsproducten zijn vrijgesteld van roerende voorheffing, voor zover de contracten een effectieve looptijd van meer dan acht jaar hebben.

Daarentegen vertoonde het aanhouden van deelbewijzen van ICB's of van aandelen en andere participaties in de eerste negen maanden van het verslagjaar over het algemeen nauwelijks verandering. Hoewel de particulieren nog € 1,1 miljard investeerden in aandelen en andere participaties, schroefden zij hun blootstelling aan beleggingsfondsen met een vergelijkbaar bedrag terug.

Ondanks het gebrek aan belangrijke transacties haalde de portefeuille van de huishoudens met risicodragende activa – zowel aandelen als deelbewijzen van fondsen of tak 23-verzekeringsproducten – evenwel ruimschoots voordeel uit de over het algemeen positieve markteffecten. Met andere woorden: tijdens de eerste negen maanden van het afgelopen jaar nam hun financieel vermogen met € 34,9 miljard toe dankzij de stijgingen van de beurskoersen en de wisselkoerseffecten.

#### Nieuwe toename van de schuldgraad

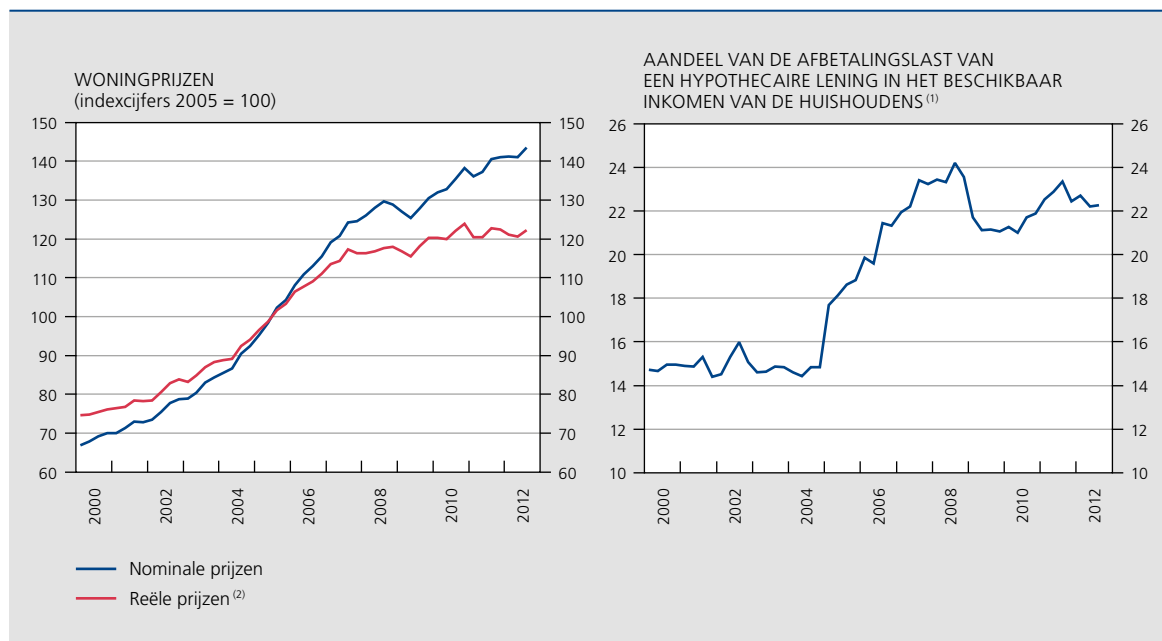
Zoals eerder vermeld, bleven de particulieren over het algemeen lenen, zodat hun schuldgraad bleef stijgen tot 55,3% bbb. Ondanks het onzekere klimaat en de stabilisatie van de huizenprijzen lieten de hypothecaire kredieten de grootste stijging optekenen. Deze ontwikkeling sluit aan bij een opwaartse tendens die zich vanaf 2005 aftekent. De toename van de consumentenkredieten was gematigder, althans in absolute termen. De toenemende schuldgraad van de huishoudens, in hun totaliteit beschouwd, dient evenwel te worden genuanceerd. Ten eerste blijft het schuldpeil van de particulieren vrij laag in vergelijking met bijvoorbeeld het in het eurogebied opgetekende gemiddelde. Daarnaast blijkt uit de recente resultaten van de enquête naar de bancaire kredietverlening (*Bank Lending Survey*) dat de vraag naar woonkredieten aan het vertragen is. Tot slot vertonen de statistieken betreffende de wanbetalingen bij kredieten aan particulieren tot hiertoe geen structurele stijging.

### Kader 4 – Betaalbaarheid van woningen in België

De huizenprijzen in België zijn het afgelopen decennium bijna verdubbeld. Bovendien bleek de tijdens de grote recessie van 2009 opgetekende prijscorrectie zeer beperkt in vergelijking met tal van andere lidstaten van het eurogebied. Niettemin zette de in het najaar van 2011 gestarte vertraging van de groei van de vastgoedprijzen



## VERLOOP VAN DE HUIZENPRIJZEN IN BELGIË



Bronnen : INR, NBB.

(1) Deze maatstaf steunt, onder meer, op de technische hypothese dat een 'standaard' hypotheeklening een gemiddelde looptijd van twintig jaar heeft en een leenquotiteit gelijk aan 80 % van de waarde van het onroerend goed. Hij heeft betrekking op de lasten voor een nieuwe aankoop.

(2) Gedefleerd aan de hand van de deflator van de particuliere consumptie.

zich in het eerste semester van het verslagjaar voort. In reële termen vertoonden de prijzen vanaf de zomer van 2011 een licht dalende tendens.

De empirische literatuur vermeldt een aantal methoden om het verloop van de vastgoedprijzen te relateren aan dat van fundamentele determinanten. Op basis van die methoden zou de waardering van de vastgoedmarkten kunnen worden beoordeeld. Een eerste methode plaatst de vastgoedprijzen tegenover de huurprijzen (*price-to-rent*), gebaseerd op een afweging tussen de aankoop en het huren van een woning vanuit het standpunt van iemand die er wil gaan wonen. De tweede methode relateert het opgetekende prijsverloop aan het verloop van het beschikbaar inkomen (*price-to-income*), om zo tot een maatstaf van de betaalbaarheid van woningen (*affordability*) te komen. Die maatstaf kan bovendien worden gecorrigeerd teneinde rekening te houden met de bewegingen van de hypothecaire rentetarieven, aangezien deze de leencapaciteit van de particulieren sterk beïnvloeden (*interest-adjusted-affordability*).

Vermits de aankoop van een onroerend goed over het algemeen wordt gefinancierd door een hypotheeklening, lijkt de laatste van de hierboven voorgestelde methoden de meest geschikte te zijn om de betaalbaarheid van woningen te beoordelen. Hiertoe wordt de afbetalingslast – de aflossing van het kapitaal en van de interesten – van een 'standaard' hypotheeklening, om de aankoop van een woning te financieren, gewaardeerd aan de gemiddelde transactieprijs voor gewone huizen tijdens de beschouwde periode, gerelateerd aan het gemiddeld beschikbaar inkomen van de huishoudens. Deze maatstaf, die steunt op een aantal technische hypothesen met betrekking tot, onder meer, de gemiddelde duur van een lening en de leenquotiteit, liet tussen 2005 en 2008 een duidelijk stijgende tendens zien, vooral vanwege de forse groei van de vastgoedprijzen in deze periode. Vervolgens verbeterde de betaalbaarheid van woningen tot in het voorjaar van 2010 dankzij de aanzienlijke daling van de rentetarieven en de lichte prijsdaling. Niettegenstaande de historisch lage rentetarieven deden de



hernieuwde stijging van de huizenprijzen tussen medio 2010 en het najaar van 2011 en het gematigde verloop van de inkomsten van de huishoudens die indicator evenwel weer oplopen. Meer bepaald met betrekking tot het verslagjaar vloeide de medio 2011 ingezette verbetering van de betaalbaarheid van woningen voort uit de vertraagde stijging van de vastgoedprijzen in combinatie met een nieuwe, zij het bescheiden, daling van de rentetarieven. De afbetalingslast voor een nieuwe aankoop beliep zo bijna 22 % van het gemiddeld beschikbaar inkomen van de huishoudens in 2012, een lager peil dan dat van vóór de grote recessie.

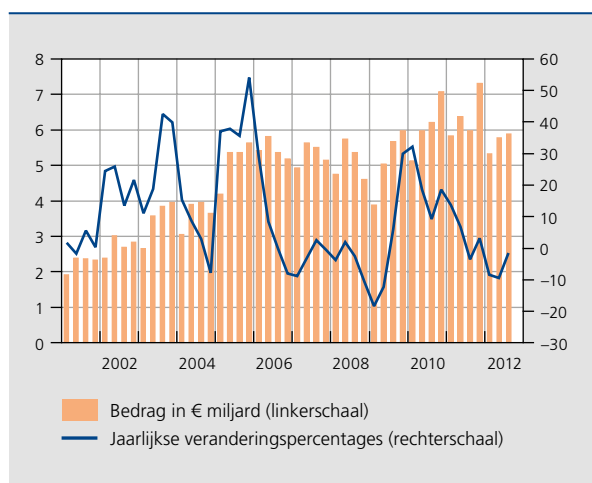
De verstrekking van hypothecaire kredieten handhaafde zich over het algemeen op een hoog peil, aangezien de productie van nieuwe hypothecaire kredieten in de eerste negen maanden van het verslagjaar € 6 miljard hoger bleef dan de terugbetalingen. Deze toename bracht de hypothecaire schuldenlast van de huishoudens op € 171 miljard eind september 2012, een stijging met 3,6% ten opzichte van het eind 2011 uitstaande bedrag aan woonkredieten.

De productie van nieuwe hypothecaire kredieten (met uitzondering van herfinancieringen) nam gedurende de eerste negen maanden van het afgelopen jaar evenwel af met 6,5% jaar-op-jaar. Die verzwakking is vooral merkbaar in het segment van de voor renovatiewerken verstrekte leningen (al dan niet in combinatie met de aankoop van de woning) en, in mindere mate, in dat van de kredieten tot financiering van een nieuwbouwwoning. De economische crisis, de onzekere vooruitzichten en het wegvallen van bepaalde fiscale stimuli hebben de

vastgoedprojecten van de huishoudens onmiskenbaar afgeremd. Die factoren hebben daarenboven ook bijgedragen tot een stabilisatie van de vastgoedprijzen tijdens de eerste helft van 2012, waarop nader wordt ingegaan in Kader 4.

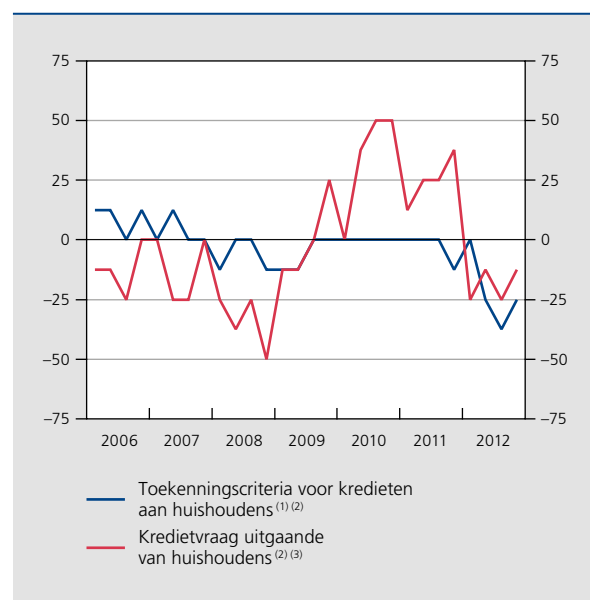
De lichte groeivertraging van de hypothecaire kredieten is toe te schrijven aan zowel de verstrakking van het aanbod als de inkrimping van de vraag naar kredieten. Volgens de resultaten van de *Bank Lending Survey* hebben de banken in de loop van het jaar de toekenningsvoorwaarden

**GRAFIEK 48** VERLOOP VAN DE HYPOTHECAIRE KREDIETVERSTREKKING  
(kwartaalgegevens, ongerekend herfinancieringen)



Bron : NBB.

**GRAFIEK 49** VRAAG NAAR EN AANBODVOORWAARDEN VAN WOONKREDIETEN  
(kwartaalgegevens)



Bron : NBB.

- (1) Gewogen nettopercentages van de antwoorden van de kredietinstellingen op de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening, die aangeven in welke mate de criteria voor het verlenen van kredieten versoepeld of verstrakt (-) werden.
- (2) De antwoorden worden gewogen op grond van hun afstand tot het 'neutrale' antwoord: de melding van een 'aanzienlijke' ontwikkeling van de toekenningscriteria voor de kredieten of de kredietvraag krijgt een tweemaal groter gewicht dan die van een 'lichte' ontwikkeling.
- (3) Gewogen nettopercentages van de antwoorden van de vier belangrijkste kredietinstellingen op de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening, die aangeven in welke mate de kredietvraag toe- of afnam (-).

voor hypothecair krediet verstrakt. Die verstrakking kwam vooral tot uiting in een verlaging van zowel de leenquotiteiten als de looptijd van de verstrekte kredieten, alsook in een stijging van de marges van de banken. Deze laatste rechtvaardigen de beperking van het kredietaanbod door hun balansvereisten en door de risico-inschatting met betrekking tot de huizenmarkt en de algemene economische bedrijvigheid.

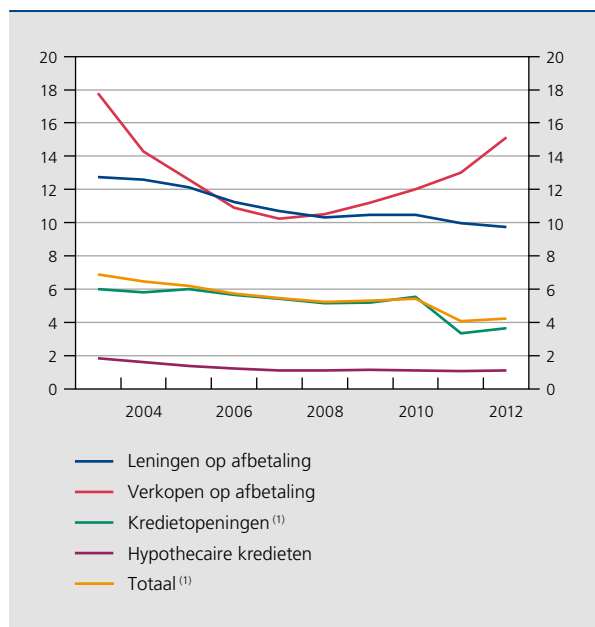
De verstrakking van het aanbod ging gepaard met een gelijklopende verzwakking van de vraag. Op het eerste gezicht kan die achteruitgang verwonderlijk lijken, aangezien de rentetarieven zelden zo laag waren: de gemiddelde rentevoet die op de nieuwe kredieten met een vaste rente van toepassing was, beliep gemiddeld 3,7% in 2012. In weerwil van gunstige tarieven voor de kredietnemers speelden effectief andere factoren een doorslaggevende rol. Zo deed het afgenomen vertrouwen van de consumenten, die de risico's van een onzekere economische toestand waarnamen, de vraag naar woonkredieten krimpen. Ook het hierboven vermelde wegvalen van fiscale stimuli droeg hiertoe bij.

Daarnaast sloten de particulieren in de eerste negen maanden van 2012 nieuwe consumentenkredieten af voor een nettobedrag van € 0,4 miljard, dat is 2,3% van het aan het einde van het voorgaande jaar uitstaande volume. Dit bedrag weerspiegelt het verschil tussen de verstrekte en de terugbetaalde kredieten. Volgens de door de Centrale voor kredieten aan particulieren verzamelde gegevens werd over het verslagjaar € 10,8 miljard geleend in de vorm van consumentenkredieten, zowel kredietopeningen als leningen/verkoop op afbetaling. Het gemiddeld bedrag van die nieuwe verplichtingen beliep € 9 900. Het totale uitstaande bedrag aan consumentenkredieten bedroeg op 30 september van het afgelopen jaar € 18 miljard.

Ondanks de toegenomen schuldenlast van de huishoudens blijft het aandeel van wanbetalingen op hun kredieten globaal beschouwd stabiel. Dit houdt meer bepaald verband met het overwicht van het hypothecair krediet in de schulden van de particulieren. Volgens de statistieken van de Centrale voor kredieten aan particulieren bleef het aantal hypotheekleningen met een niet-geregulariseerde wanbetaling in 2012 gelijk, met name op 1,1% van de geregistreerde kredieten. Die lage ratio weerspiegelt het feit dat de huishoudens voorrang geven aan de terugbetaling van hun hypotheeklening. De verschillende varianten van het consumentenkrediet laten uiteenlopende tendensen optekenen. De wanbetalingsgraad op de leningen op afbetaling zette zijn dalende trend voort tot 9,7% aan het einde van het verslagjaar. De kredietopeningen met wanbetaling bleven stabiel op 3,6% van het overeenstemmende totaal. Tot slot namen de niet-geregulariseerde wanbetalingen op de verkopen op afbetaling opnieuw toe, tot 15,1% van de overeenstemmende kredieten. Wat de minder grote kredieten betreft, moet worden opgemerkt dat de wanbetalingen op de verkopen op afbetaling eveneens het laagste gemiddelde bedrag laten optekenen.

#### GRAFIEK 50 NIET-GEREGULARISEERDE WANBETALINGEN

(in % van het aantal openstaande kredieten, gegevens aan het einde van het jaar)



Bron: NBB.

(1) De kredietopeningen vertonen eind 2011 een statistische breuk. Deze breuk werkt door in de reeks van de totale kredietverlening en is het gevolg van een uitbreiding van het toepassingsgebied van de Centrale voor kredieten aan particulieren. Sinds eind 2011 moeten de toegestane debetsaldi op zichtrekeningen immers bij de Centrale worden geregistreerd, terwijl dat tevoren niet het geval was indien het bedrag van de kredietlijn minder dan € 1 250 bedroeg en binnen een termijn van drie maanden moest worden terugbetaald.

### 4.3 Niet-financiële vennootschappen

In een voor investeringen in vast kapitaal ongunstig klimaat hebben de Belgische ondernemingen tijdens de eerste drie kwartalen van 2012 een nettofinancieringsvermogen van 1,4% bbb laten optekenen; ze hebben derhalve middelen gegenereerd die het hen mogelijk maken financiële investeringen te verrichten ter waarde van netto € 5,1 miljard. Uit die netto financiële transacties komen enkele grote tendensen naar voor die speelden gedurende het verslagjaar. In de eerste plaats vormen de kruiselingse participaties en de leningen tussen ondernemingen nog steeds een belangrijke financieringsbron voor de bedrijven in België. Vervolgens wordt sinds

enkele maanden een substitutie tussen de verschillende externe financieringsbronnen opgetekend: de ondernemingen, vooral de grootste, richtten zich meer op emissies van vastrentende effecten, terwijl ze minder een beroep deden op bankkredieten en uitgaven van aandelen. Ten slotte blijft de bancaire financiering de voornaamste bron voor schuldfinanciering voor de kmo's die, gezien de verstrakking van de kredietvoorwaarden door de banken, waarschijnlijk te kampen hadden met een moeilijker toegang tot krediet.

De financiële transacties van de niet-financiële vennootschappen worden gedomineerd door de stromen tussen verbonden vennootschappen

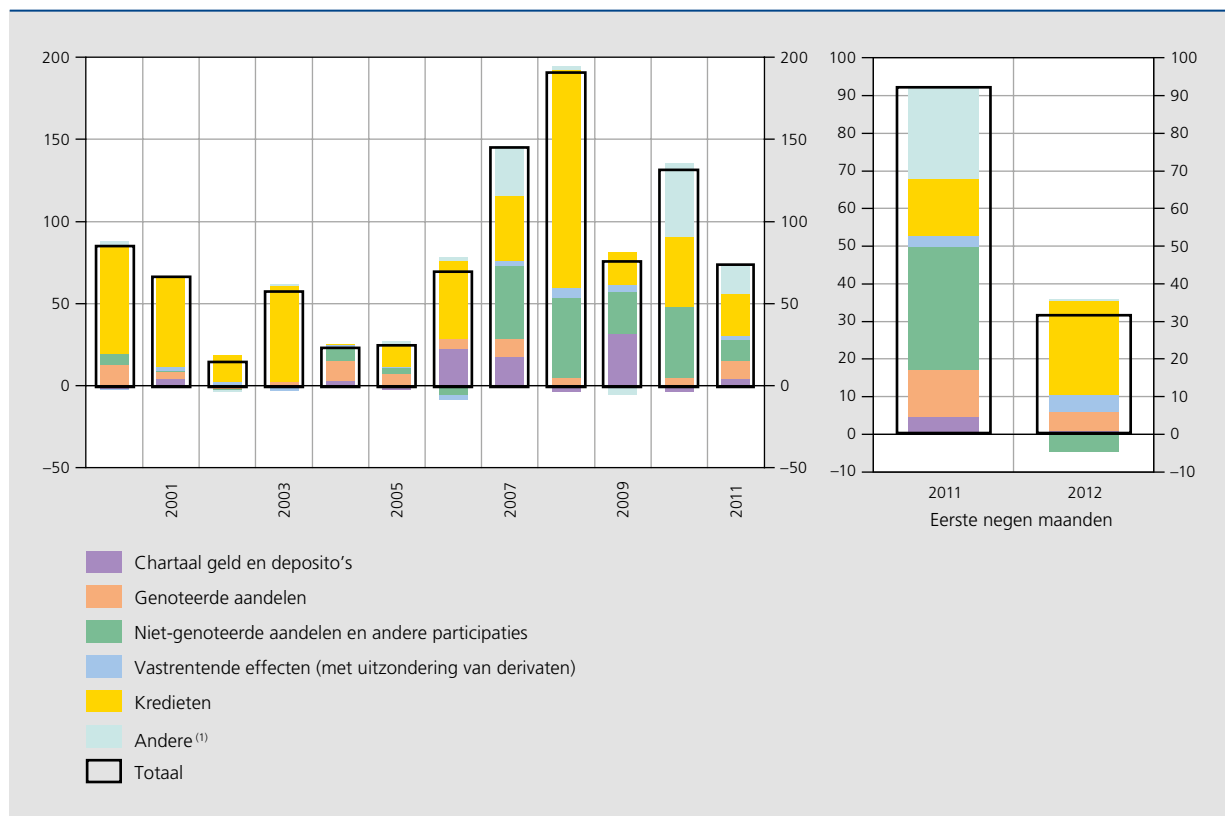
De financieringsactiviteiten tussen ondernemingen vertegenwoordigen het leeuwendeel van de financiële transacties van de niet-financiële vennootschappen, zowel op de actiefzijde als wat de passiva betreft. Die activiteiten komen over het algemeen tot uiting via kruiselingse participaties, in de vorm van genoteerde en niet-genoteerde

aandelen en andere participaties, alsook door de kredietverstrekking tussen ondernemingen. De intensiteit van die activiteiten blijft belangrijk, onder meer wegens de aanwezigheid van talrijke financieringscentra verbonden met multinationale ondernemingen en de centralisatie, in België, van het thesauriebeheer van de niet-financiële vennootschappen. Die situatie heeft niet onaanzienlijke gevolgen voor de volumes van de financiële transacties van de niet-financiële vennootschappen.

Zo werden tijdens de eerste drie kwartalen van 2012 door de niet-financiële vennootschappen € 31,3 miljard aan nieuwe financiële activa gevormd, waarvan € 25,1 miljard bestond uit de toekenning van nieuwe kredieten, voornamelijk aan andere ondernemingen.

De tegenpost van die activiteiten is opgenomen in de financiële verplichtingen van de ondernemingen. Wegens de omvang van de financieringsactiviteiten tussen ondernemingen, die vaak verbonden zijn, blijken de uitgaven van niet-genoteerde aandelen en andere participaties immers het voornaamste kanaal voor externe financiering

**GRAFIEK 51** NIEUWE FINANCIËLE ACTIVA VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN  
(in € miljard)

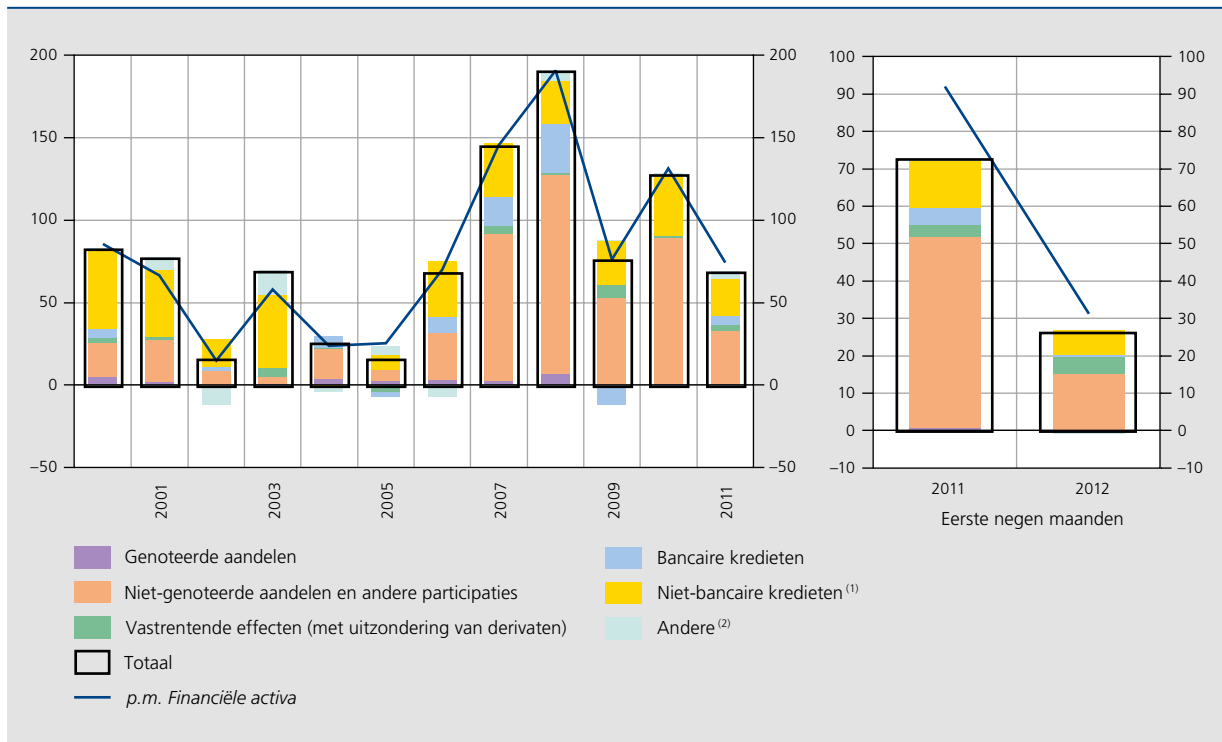


Bron : NBB.

(1) Omvat voornamelijk de transitorische posten en de statistische aanpassingen.

**GRAFIEK 52 NIEUWE FINANCIËLE VERPLICHTINGEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN**

(in € miljard)



Bron : NBB.

(1) Voornamelijk de door de Belgische en buitenlandse niet-financiële vennootschappen verstrekte kredieten, ook 'kredieten tussen ondernemingen' genoemd.

(2) Omvat de technische voorzieningen van de niet-zelfstandige instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening en de transitorische posten.

van de niet-financiële vennootschappen te zijn. Tijdens de eerste negen maanden van het afgelopen jaar vertegenwoordigden die uitgiften in totaal € 15,4 miljard, een forse daling ten opzichte van de overeenstemmende periode van het voorgaande jaar, toen ze € 51,2 miljard bedroegen. Naast de uitgiften van niet-genoteerde aandelen, is een groot gedeelte van de externe financiering van de niet-financiële vennootschappen afkomstig van de kredieten tussen ondernemingen. Van januari tot september 2012 gingen de ondernemingen niet-bancaire kredieten aan ten belope van € 6,6 miljard, wat ongeveer de helft minder is dan in de overeenstemmende periode van 2011, toen nieuwe kredieten ten belope van € 12,4 miljard werden aangegaan.

Met uitzondering van de financiële stromen tussen de ondernemingen, hebben de niet-financiële vennootschappen nieuwe financiële activa verworven ten belope van een totaalbedrag van € 10,6 miljard. De portefeuille vastrentende effecten steeg met € 4,6 miljard, tegen € 3,1 miljard tijdens de eerste negen maanden van 2011. Het betreft voornamelijk effecten met een looptijd van meer dan een jaar: de aankopen van langlopende vastrentende effecten beliepen € 3,7 miljard.

De netto-investeringen in genoteerde aandelen waren eveneens positief, ten belope van € 4,9 miljard, dat is een daling ten opzichte van de nettoaankopen van € 12,7 miljard die tijdens de overeenstemmende periode van 2011 werden opgetekend. De thesauriebeleggingen, ten slotte, stegen in nettoterminen met € 1,1 miljard.

Er tekent zich een tendens tot heroriëntering van de externe financiering van de niet-financiële vennootschappen af

Behalve op de kruiselingse financieringen en die afkomstig van de rechtstreeks door hun activiteit gegenereerde financiële middelen, hebben de niet-financiële vennootschappen voor het dekken van hun behoeften een beroep gedaan op de uitgifte van vastrentende effecten en in mindere mate op bankkredieten. Met name de grootste ondernemingen kozen voor financieringen via obligaties, ten koste van de bankkredieten.

Terwijl de ondernemingen voordien over het algemeen voor hun financiering weinig gebruik maakten van de obligatiemarkt, heeft die financieringsvorm de laatste vier

jaar aan belang gewonnen. Van 2000 tot 2008 hadden de niet-financiële vennootschappen obligaties uitgegeven voor gemiddeld € 1,3 miljard per jaar, terwijl ze de eerste drie kwartalen van 2012 ten belope van € 4,4 miljard via dat instrument ophaalden, na tijdens de overeenstemmende periode van 2011 € 3 miljard te hebben aangetrokken. Die aantrekkingskracht werd ondersteund door de vraag van beleggers naar hogere rendementen dan die op overheidsobligaties. Voorts hebben de niet-financiële vennootschappen tijdens de jaren na de crisis inspanningen geleverd om hun balans te verbeteren, wat een neerwaartse herziening van de risico's verbonden aan bedrijfsobligaties met zich

zou kunnen hebben gebracht, waardoor die aantrekkelijker werden.

De uitgiften van langlopende effecten waren dynamischer dan die van de kortlopende, waaronder met name thesauriebewijzen: van januari tot september 2012 haalden de niet-financiële vennootschappen een bedrag van € 6 miljard op dankzij de emissie van langlopende effecten, terwijl ze ten belope van € 1,7 miljard kortlopende effecten terugbetaalden. Op deze obligaties werd voornamelijk ingeschreven door niet-financiële ondernemingen en ingezeten institutionele beleggers.

## Kader 5 – Recente trends inzake de financiering van niet-financiële vennootschappen

De financiële crisis heeft niet alleen de financieringsomgeving van de banken grondig gewijzigd, maar heeft eveneens de financieringswijzen van de niet-financiële private sector aanzienlijk beïnvloed, want beide verschijnselen zijn gerelateerd. In dit Kader worden de externe financieringsbronnen van de niet-financiële vennootschappen geanalyseerd.

Sedert de financiële crisis tekenen er zich twee trends af. Enerzijds wordt vastgesteld dat de niet-financiële vennootschappen een ruimer beroep hebben gedaan op niet-bancaire financieringsbronnen, zoals bedrijfsobligaties, en anderzijds is het gewicht van de ingezeten banken in de bancaire kredietverlening toegenomen. Die trends zijn niet typisch voor België. Ze passen in een soortgelijke internationale context inzake kredietverlening. Die ontwikkelingen dienen te worden gevolgd, gelet op de cruciale rol van een vlotte toegang tot financiering voor het verrichten van bedrijfsinvesteringen en dus voor de economische groei.

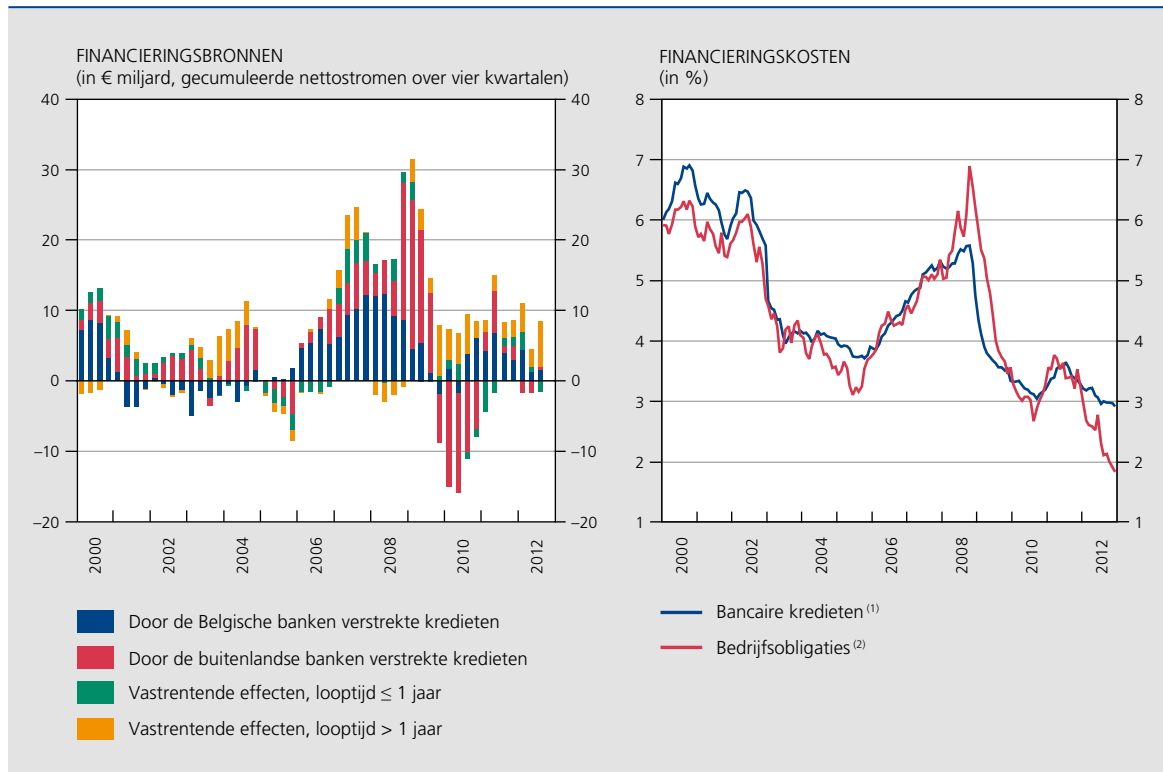
### Verschuiving van bancaire kredietverlening naar niet-bancaire financieringsbronnen

Hoewel het aandeel van de financiering via de kapitaalmarkten in de totale externe financiering van de Belgische vennootschappen beperkt is – aangezien die financieringswijze hoofdzakelijk weggelegd is voor grote ondernemingen met een stevige financiële draagkracht –, wordt sinds eind 2009 een verhoogd beroep op de obligatiemarkt opgetekend. Het betreft meer bepaald bedrijfsobligaties met een lange looptijd. De over de laatste vier kwartalen gecumuleerde netto-uitgifte van bedrijfsobligaties liep in het derde kwartaal van 2012 op tot € 5 miljard (€ 6,5 miljard voor de obligaties met een looptijd van meer dan een jaar). Ter vergelijking: volgens de maandelijkse statistieken van de ingezeten kredietinstellingen verstrekten de Belgische banken tijdens dezelfde periode netto slechts € 1,5 miljard aan kredieten. Dat verloop vergrootte het aandeel van de obligaties in de totale uitstaande schuldfinanciering van de ondernemingen – die bestaat uit de bankkredieten en andere effecten dan aandelen – tot 18,7%, tegen gemiddeld 13,5% tijdens de afgelopen tien jaar.

De toegenomen aantrekkingskracht van bedrijfsobligaties kan worden gerelateerd aan de hernieuwde risicobereidheid op die markt. Zo is de gemiddelde rentevergoeding op het aan niet-financiële vennootschappen verstrekte kapitaal in het eurogebied geslonken tot een historisch dieptepunt en meteen ook tot onder het niveau van de gewogen gemiddelde rente op de bancaire kredieten in België, dat nochtans eveneens rond een historisch minimum schommelt.



## BELGISCHE NIET-FINANCIËLE ONDERNEMINGEN : FINANCIERINGSBRONNEN EN -KOSTEN



Bronnen : Thomson Reuters Datastream, NBB.

(1) Door de Belgische banken op nieuwe bedrijfskredieten toegepaste gewogen gemiddelde rente.

(2) Actuarieel rendement (*yield to maturity*) van een index van in euro luidende obligaties uitgegeven door niet-financiële vennootschappen van het eurogebied. Die obligaties hebben minstens een rating BBB-/Baa3, een resterende looptijd van ten minste een jaar en een minimaal uitstaand bedrag van € 250 miljoen.

Het grotere beroep op de financiële markten kan waarschijnlijk ook worden toegeschreven aan de verstrakking van de bancaire kredietvoorwaarden, met uitzondering van de toegepaste rentetarieven. Zoals blijkt uit de *Bank Lending Survey*, werden die voorwaarden tijdens het verslagjaar opnieuw verstrengd, vooral voor de langetermijnkredieten, waarvoor de kapitaalmarkt een alternatief biedt. Aangezien die mogelijkheid doorgaans minder openstaat voor kleine ondernemingen, dreigt hun toegang tot financiering problematischer te zijn dan voor de grote, wat bevestigd wordt in de enquête naar de kredietvoorwaarden bij de ondernemers. Vanuit het oogpunt van de financiële instellingen is de toegenomen uitgifte van bedrijfsobligaties – onder meer wegens de ontvangen provisies – een belangrijke diversificatie van hun inkomensbronnen.

### Verschuiving van buitenlandse naar ingezeten kredietverstrekkers

Sinds de financiële crisis werd eveneens een verschuiving van buitenlandse naar ingezeten bancaire kredietverstrekkers vastgesteld. Terwijl het gewicht van de buitenlandse banken in de kredietverlening aan Belgische ingezetenen, in casu aan niet-financiële vennootschappen, als gevolg van de sterkere financiële integratie in het eurogebied systematisch toenam sinds de start van de monetaire unie – zo liep het aandeel van de buitenlandse banken in de bancaire kredietverlening aan ingezeten ondernemingen op van ongeveer 19% begin 1999 tot 35% eind 2008 –, is aan die beweging kort na het uitbreken van de financiële crisis abrupt een einde gekomen. Terwijl de nettokredietstroom door Belgische banken op zijn dieptepunt van medio 2010 maar licht negatief was,

verminderde de kredietverlening door buitenlandse banken aan Belgische ingezetenen in veel grotere mate. Na in de loop van de daaropvolgende kwartalen te zijn hersteld en eind 2011 opnieuw positief te zijn geworden, nam de kredietverlening door buitenlandse banken in 2012 weer af.

Die ontwikkelingen houden verband met structurele aanpassingen in de financiële sector, in het kielzog van de financiële crisis, en worden in heel Europa opgetekend. De constraints in hun financiële omgeving waarmee de financiële instellingen van het eurogebied af te rekenen hebben, alsook de strengere kapitaal- en liquiditeitsvereisten die worden opgelegd door de nieuwe Bazel III-regelgeving, nopen tal van kredietinstellingen ertoe hun kapitaalbuffer te verhogen en/of hun businessmodel te herzien, waarbij sommige activiteiten worden afgebouwd. Tot nu toe lijken de banken van het eurogebied zich te hebben geheroriënteerd naar de nationale markten, waarbij eerst de risicovolle buitenlandse activa, alsook voor een deel de kredietverlening aan de buitenlandse niet-bancaire private sector worden teruggeschroefd.

Die bewegingen zijn een andere indicatie van de toenemende fragmentatie van de financieringsmarkten langs de landsgrenzen, die wordt toegelicht in Kader 1 van dit Verslag (deel 1.1).

Er werd een daling van de bancaire kredietverlening ten opzichte van het voorgaande jaar opgetekend. De matige economische vooruitzichten en het geringe vertrouwen van de ondernemers wogen op de vraag naar bankleningen, die ook afgeremd werd door de beschikbaarheid van interne middelen en andere externe financieringsbronnen, zoals de uitgifte van schuldtitels. Bovendien verscherpte de verkrapping van de kredietvoorwaarden door de banken die trend nog.

Zo is de netto bancaire kredietverlening aan de ondernemingen teruggelopen van € 4,5 miljard tijdens de eerste negen maanden van 2011 tot € 0,6 miljard in de eerste drie kwartalen van 2012. De ingezetenen hebben aan de ondernemingen leningen verstrekt ten belope van € 0,7 miljard, terwijl de leningen vanwege buitenlandse banken met € 0,1 miljard terugliepen. Wat betreft die buitenlandse crediteurs werd bij de banken van het eurogebied een afname van hun kredietverlening ten belope van € 3 miljard opgetekend, wat erop duidt dat ze zich op hun binnenlandse markt terugplooiden, terwijl de netto-kredietverlening door de andere buitenlandse banken bleef toenemen, namelijk met € 2,9 miljard.

Ten slotte deden de ondernemingen minder een beroep op de beurs, net als de voorgaande jaren. In de eerste negen maanden van 2012 werd een nettobedrag van € 0,2 miljard aan genoteerde aandelen terugbetaald, terwijl de bedrijven er tijdens de overeenstemmende periode van 2011 nog voor een bedrag van in totaal € 0,7 miljard hadden uitgegeven. Mede gelet op de transacties op de secundaire markt, deden de buitenlandse beleggers ten belope van € 0,7 miljard aan genoteerde aandelen van de

hand, terwijl de Belgische beleggers er voor een bedrag van € 0,5 miljard aankochten. Met inbegrip van de waarderingseffecten, is het buitenlandse bezit van genoteerde aandelen in de loop van het jaar nog toegenomen; eind september 2012 bedroeg het 55,2 %.

### Vermindering van de financieringskosten

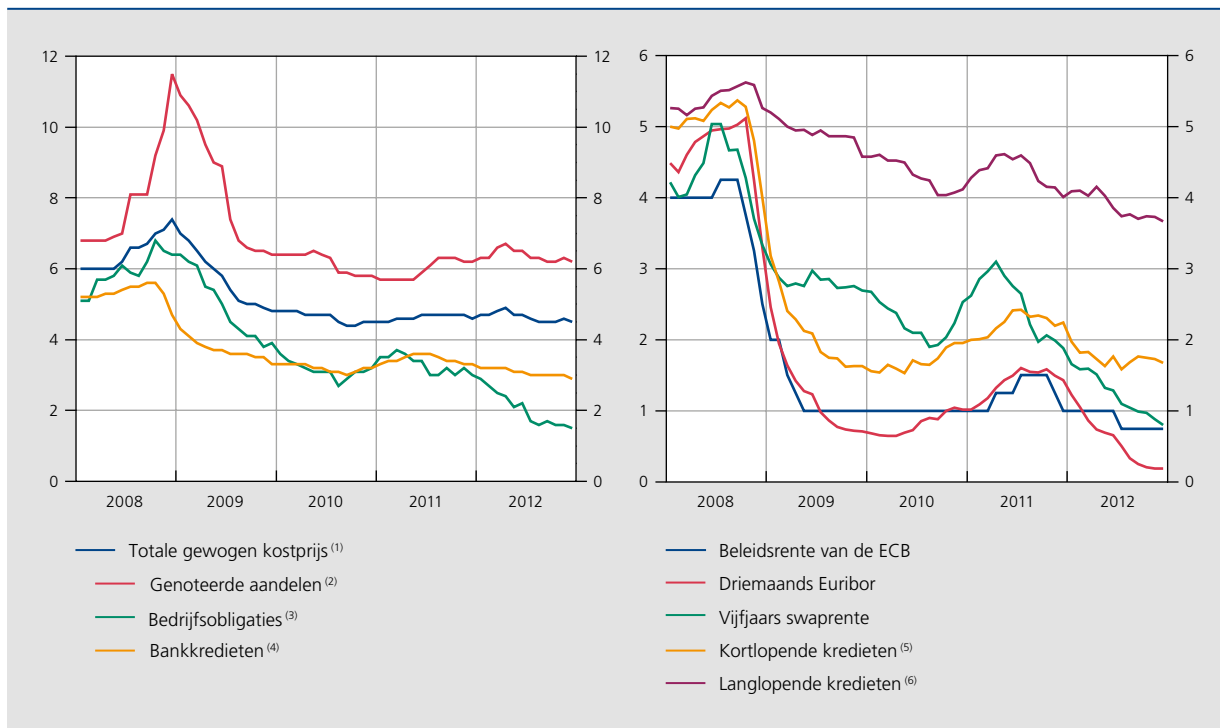
Het verloop van de financieringskosten van de ondernemingen verklaart ten dele de substitutiebewegingen tussen de verschillende financieringsbronnen. De totale financieringskosten van de niet-financiële vennootschappen – berekend door de nominale kosten van de diverse financieringsbronnen te wegen aan de hand van hun respectieve aandeel in het totale uitstaande bedrag van hun financiële verplichtingen – zijn in 2012 relatief stabiel gebleven en schommelden tussen 4,5 en 4,9 %.

De fluctuaties van die totale kostprijs waren voornamelijk de afspiegeling van die van de financieringskosten via aandelen, aangezien dat instrument het leeuwendeel van de financiële verplichtingen van de ondernemingen vertegenwoordigde. Na in april van het verslagjaar gestegen te zijn tot 6,7 %, verminderden die kosten als gevolg van de stijging van de beurskoersen geleidelijk tot 6,2 % in december, dat is ongeveer hetzelfde niveau als in het begin van het jaar. Die waarde lag 0,7 procentpunt beneden het tussen 1996 en 2011 opgetekende gemiddelde van 6,9 %.

De kosten van de andere financieringskanalen, vooral obligaties en bankkredieten, namen daarentegen gedurende

**GRAFIEK 53** EXTERNE FINANCIERINGSKOSTEN VAN DE NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN

(maandgegevens, in %)



Bronnen : Barclays Capital, Thomson Reuters Datastream, NBB.

- (1) Verkregen door de financieringskosten via de uitgifte van genoteerde aandelen, via de uitgifte van obligaties en via bancaire kredieten, te wegen aan de hand van hun respectieve aandeel in het totale uitstaande bedrag van die financiële verplichtingen. Eind september 2012 beliepen die percentages 51,9 % voor de aandelen, 10,1 % voor de obligaties en 38 % voor de kredieten.
- (2) Geraamd op basis van een model van actualisering van dividenden (zie Kader 19 van het Verslag 2005). Volgens dat model dalen (stijgen) de financieringskosten per aandelenuitgifte als gevolg van een stijging (daling) van de beurskoersen en stijgen (dalen) ze als reactie op een vermeerdering (vermindering) van de dividenden (niet alleen de effectief uitgekeerde, maar ook de verwachte dividenden).
- (3) Rendement van een index van in euro luidende obligaties uitgegeven door Belgische niet-financiële vennootschappen, alle looptijden van meer dan een jaar samen, en met een rating hoger dan Baa; index gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen. In december 2012 bedroeg de gemiddelde looptijd vijf jaar.
- (4) Door de Belgische banken op bedrijfskredieten toegepaste gewogen gemiddelde rente. De weging is gebaseerd op het respectieve uitstaande bedrag van de diverse soorten kredieten.
- (5) Rente voor kredietbedragen van meer dan € 1 miljoen, tegen variabele rente en met een initiële rentevaste periode van ten hoogste een jaar.
- (6) Rente voor kredietbedragen van € 1 miljoen of minder, met een initiële rentevaste periode van meer dan vijf jaar.

het hele jaar af. Het moet echter worden aangestipt dat die vermindering grotendeels doorwerkte in de gemiddelde kostprijs van de nieuwe financieringen, omdat de in de eerste drie kwartalen van 2012 aangegane financieringen voornamelijk die instrumenten betroffen. De kostprijs van de nieuwe verplichtingen bevond zich gemiddeld dan ook op een beduidend lager niveau dan dat van de totale kostprijs berekend op basis van de uitstaande bedragen, die veeleer de opportuniteitskosten voor de onderneming weerspiegelt.

De meest uitgesproken daling werd opgetekend voor de financiering via de obligatiemarkten, waardoor de aantrekkingskracht ervan ten opzichte van de andere financieringsbronnen tijdens het verslagjaar toenam. Het rendement gemeten op basis van een index samengesteld uit door de Belgische niet-financiële vennootschappen in euro uitgegeven obligaties, alle looptijden van meer dan

een jaar samen, liep terug van 3 % eind december 2011 tot minder dan 2 % eind december 2012. Bovendien is het rente-ecart ten opzichte van de vijfjaars swaprente, die de afspiegeling is van de risicopremies voor het aanhouden van die effecten, tussen januari en december al met al verminderd. Terwijl dat verschil eind december 2011 uitkwam op 116 basispunten, bedroeg het eind 2012 nog slechts 75 punten. Deze daling wijst op een algemene verbetering van het vertrouwen van de financiële markten tijdens die periode, in het licht van een zoektocht naar rendement.

Ten slotte is de rente voor nieuwe bankkredieten – de gemiddelde rente gewogen aan de hand van de uitstaande bedragen van de diverse categorieën van door de Belgische banken aan ondernemingen verstrekte leningen – van begin januari tot eind december 2012 gedaald van 3,3 % tot 2,9 %, een waarde die een historisch



dieptepunt is. Gelet op enige vertraging in de transmissie van de monetairbeleidsbeslissingen, weerspiegelt die rentedaling deels het verloop van de referentierente van de ECB. Daarnaast werd ze getemperd door een verruiming van de marge op de bancaire kredieten.

## Verstrakking van de toegang tot het bankkrediet

Ondanks het toenemend succes van de financiering via de uitgifte van obligaties, blijven de bankkredieten van vitaal belang voor een groot gedeelte van de ondernemingen, in het bijzonder voor de kmo's. Laatstgenoemde – gedefinieerd als de ondernemingen met minder dan 250 werknemers – tekenden voor 68 % van de werkgelegenheid in 2010, waaruit hun belang voor de economie blijkt.

Volgens de maandelijkse statistieken van de Belgische banken bleef het groeitempo van de door hen verstrekte kredieten in 2012 positief, hoewel zich tussen april en augustus een aanzienlijke vertraging aftekende, waarna een lichte opleving volgde. Op jaarbasis bedroeg deze groei in

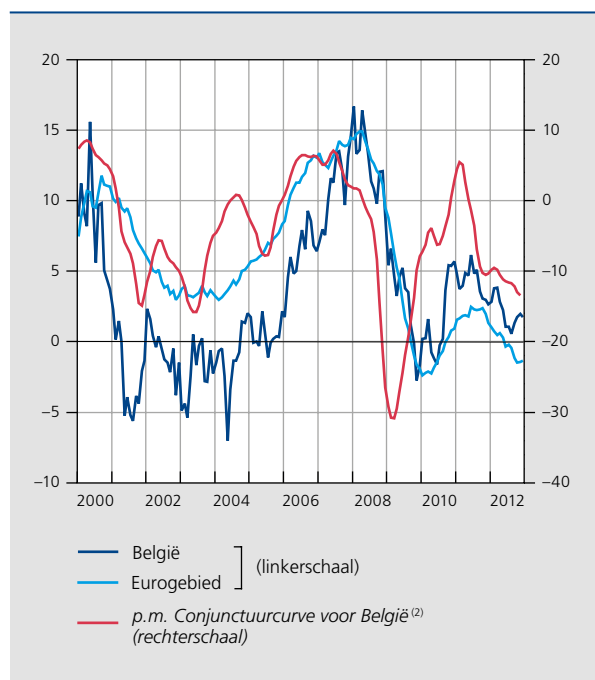
december 1,8 % en hij kwam daarmee ruimschoots lager uit dan de in 2011 gemiddeld opgetekende stijging met 4,2 %. Het eurogebied vertoonde een soortgelijk profiel, zij het op een lager niveau, omdat het stijgingstempo van de door de ingezeten banken verstrekte kredieten er vanaf juni 2012 negatief is geworden; in december bedroeg het -1,3 %. Dat gemiddelde verhult echter een sterke heterogeniteit tussen de lidstaten van het eurogebied; Spanje en Italië lieten een negatieve groei optekenen, terwijl hij in Nederland, Duitsland en Frankrijk, net als in België, positief bleef.

De resultaten van de bij de banken en de ondernemers uitgevoerde kwalitatieve enquêtes bieden informatie die de kwantitatieve gegevens aanvult en verstrekt verklarende elementen met betrekking tot de determinanten van de bancaire kredietverlening aan de ondernemingen, zowel voor de grote bedrijven als de kmo's. Ze maken het ook mogelijk de aanbod- en vraageffecten in zekere mate te bepalen. De verslechtering van het conjunctuurklimaat in 2012 maande de banken aan tot voorzichtigheid en noopte hen ertoe hun kredietvoorwaarden te verstrengen. Tegelijkertijd remde dat weinig gunstig klimaat eveneens de vraag naar bankkredieten af, althans die van de grote ondernemingen, die, zoals hiervoor beschreven, ook naar andere financieringsbronnen grepen. De kmo's, die over minder alternatieven inzake externe financiering beschikken, bleven daarentegen in de eerste drie kwartalen een beroep doen op bancaire kredietverlening. De combinatie van die twee ontwikkelingen – verstrakking van de kredietvoorwaarden, enerzijds, en een opwaarts gerichte vraag, anderzijds – zou de op de kmo's wegende constraints hebben kunnen doen toenemen door de toegang tot hun voornaamste financieringsbron te beperken.

De eerste van die enquêtes, die het Eurosysteem bij de banken afneemt, verstrekt kwalitatieve informatie betreffende het verloop van de kredietvoorwaarden en de vraag naar bankkredieten van de ondernemingen. In de loop van 2012 gaven de in het kader van de enquête bevroegde vier grote Belgische banken aan hun kredietvoorwaarden tweemaal, in het tweede en in het derde kwartaal, te hebben verstrengd, terwijl ze die eerder tijdens de periode van het tweede kwartaal van 2009 tot begin 2012 twaalf kwartalen op rij ongewijzigd hadden gelaten. Zowel de leningen aan de grote ondernemingen als die verstrekt aan de kmo's ondergingen de invloed van de verkrapping van de kredietverleningscriteria.

Over het algemeen werd de risicoperceptie gedurende het hele jaar 2012 aangewezen als de voornaamste factor die op de toekenningsvoorwaarden voor bedrijfskredieten woog. De bevroegde banken hebben in het bijzonder de vooruitzichten voor de ondernemingen of hun

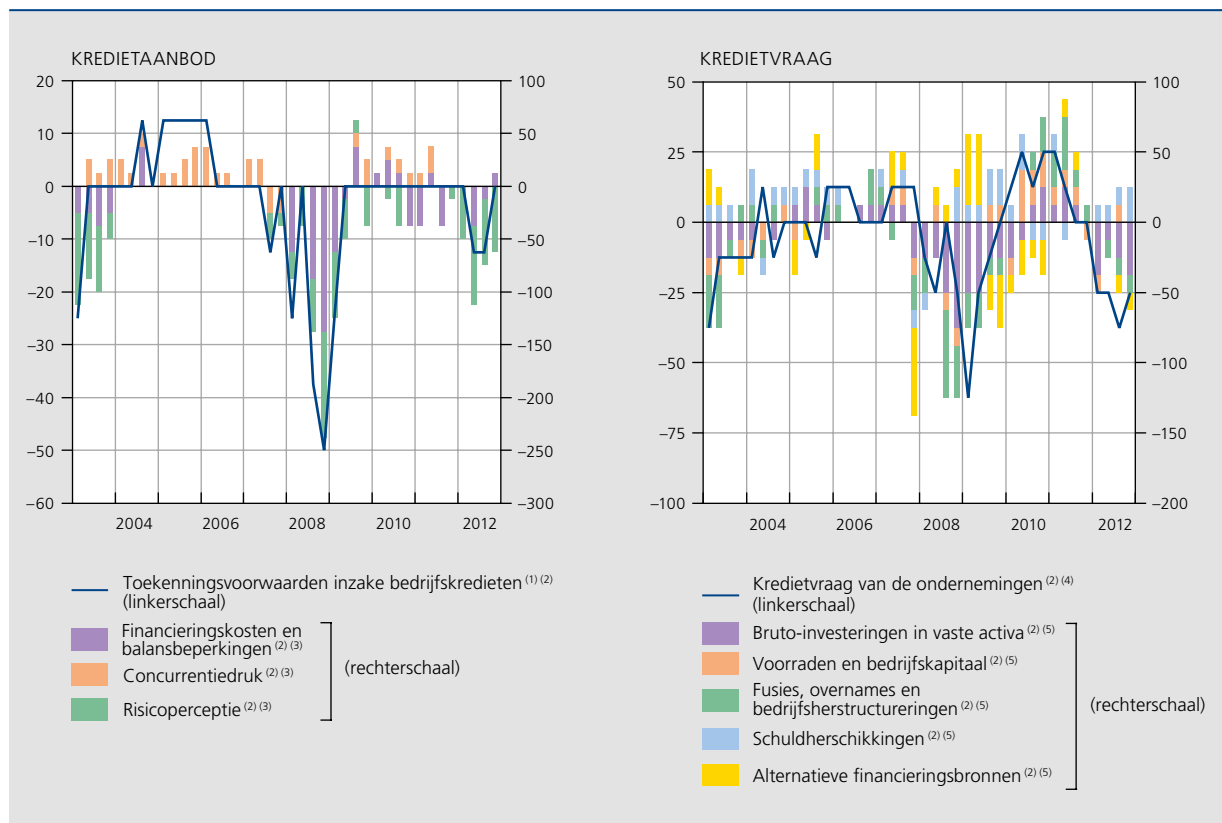
**GRAFIEK 54** DOOR DE INGEZETEN BANKEN AAN DE INGEZETEN NIET-FINANCIËLE VENNOOTSCHAPPEN VERSTREKTE LENINGEN <sup>(1)</sup>  
(gegevens aan het einde van de maand; jaarlijkse veranderingspercentages, tenzij anders vermeld)



Bronnen : ECB, NBB.

(1) Inclusief de geëffectieerde kredieten (voor het eurogebied slechts vanaf januari 2010).

(2) Saldo van de antwoorden.



Bron : NBB (enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening).

(1) Gewogen nettoprocentages van de antwoorden van de kredietinstellingen op de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening, die aangeven in welke mate de criteria voor het verlenen van kredieten versoepeld of verstrakt (-) werden.

(2) De antwoorden worden gewogen op grond van hun afstand tot het 'neutrale' antwoord: de melding van een 'aanzienlijke' ontwikkeling van de toekenningscriteria voor de kredieten of de kredietvraag krijgt een tweemaal groter gewicht dan die van een 'lichte' ontwikkeling.

(3) Gewogen nettoprocentages van de antwoorden van de kredietinstellingen op de enquête naar de bancaire kredietverlening. Een negatief (positief) percentage stemt overeen met een criterium dat heeft bijgedragen tot een verstraking (versoepeling) van de kredietvoorwaarden. De antwoorden op de verschillende deelvragen werden gecumuleerd.

(4) Gewogen nettoprocentages van de antwoorden van de kredietinstellingen op de enquête van het Eurosysteem naar de bancaire kredietverlening, die een toename of afname (-) van de kredietvraag aangeven.

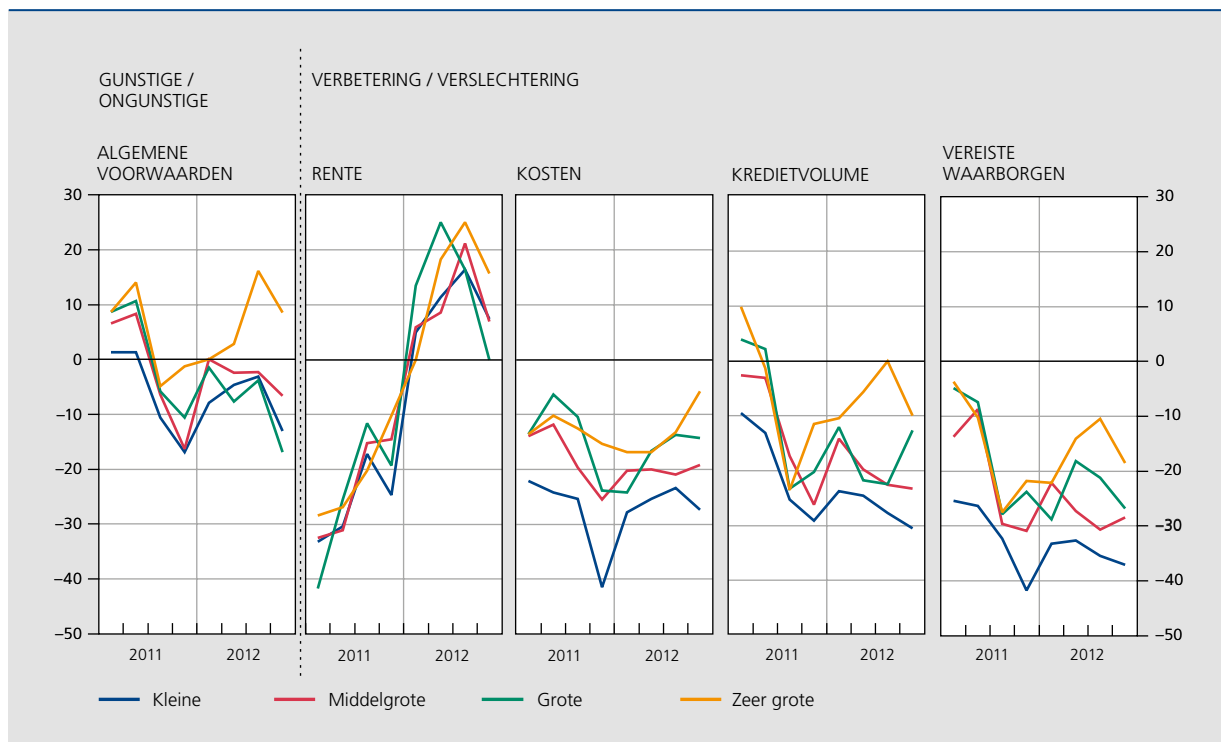
(5) Gewogen nettoprocentages van de antwoorden van de kredietinstellingen op de vragen over de determinanten van hun kredietvraag. Een positief (negatief) percentage stemt overeen met een factor die heeft bijgedragen tot een stijging (daling) van de vraag. De antwoorden op de verschillende deelvragen werden gecumuleerd.

bedrijfstukken alsook de verslechtering van de verwachtingen betreffende de algemene economische bedrijvigheid vermeld als de belangrijkste risicofactoren. Wat betreft de kmo's, hebben ze bovendien aangegeven dat de toenemende risico's betreffende de gevraagde waarborgen hun beslissing tot verstraking van de criteria voor de kredietverlening aan die ondernemingen tot op zekere hoogte hebben beïnvloed. Hun eigen financieringskosten en hun balansproblemen hebben eveneens een rol gespeeld bij het gedrag van de banken, voornamelijk als gevolg van de opflakkerende spanningen op de financiële markten van het eurogebied in de loop van het tweede kwartaal van het jaar.

Volgens de bevraagde banken liep de vraag naar kredieten vanuit de ondernemingen gedurende het hele jaar fors terug. Die tendens is evenwel voornamelijk toe te

schrijven aan de grote ondernemingen, terwijl de kredietinstellingen verklaarden in het tweede en het derde kwartaal van het jaar te maken gehad te hebben met een toegenomen vraag van de kmo's. De daling van de financieringsbehoeften van de vennootschappen voor bruto-investeringen in vaste activa was de belangrijkste factor die bijdroeg tot de algemene daling van de vraag naar bankkrediet van de niet-financiële vennootschappen. De inkrimping van de financieringsbehoeften inzake fusies, overnames en herstructureringen, alsook het beroep op andere financieringsbronnen door de ondernemingen hebben ook bijgedragen, zij het in mindere mate, aan de afname van de vraag naar leningen. De schuldherstructureringen zouden daarentegen gedurende het hele jaar in tegengestelde zin gewerkt hebben en de vraag matig gesteund hebben.

**GRAFIEK 56** PERCEPTIE VAN DE DIVERSE KREDIETVERLENINGSVOORWAARDEN DOOR DE ONDERNEMERS<sup>(1)</sup>: UITSPLITSING NAAR GROOTTE VAN DE ONDERNEMING



Bron : NBB (enquête naar de toegangsvoorwaarden tot het krediet bij de ondernemers).

(1) Saldo, in procenten, van de antwoorden van de bevroegde bedrijfsleiders, dat aangeeft of de algemene kredietvoorwaarden inzake bankkrediet als gunstig, of ongunstig (-) worden ervaren en, voor de deelcriteria, of deze verbeterd of verslechterd (-) zijn.

De tweede kwalitatieve enquête wordt door de Bank gehouden bij de ondernemers. Hun beoordeling van de algemene kredietvoorwaarden verslechterde in de loop van het verslagjaar, behalve voor de zeer grote ondernemingen. Ondanks de verbetering van de rentevoorwaarden gedurende het hele jaar, hebben de ondernemers hun negatieve algemene beoordeling gemotiveerd door te wijzen op het hoge peil van de door de banken vereiste waarborgen en de door de banken opgelegde beperkingen op de kredietbedragen. Uitsplitst naar ondernemingsgrootte, blijkt uit de resultaten van de enquête dat de verslechtering van die voorwaarden voornamelijk de kleine ondernemingen (met minder dan 50 werknemers) en de middelgrote bedrijven (die 50 tot 249 personen in dienst hebben) heeft getroffen.

De derde kwalitatieve enquête, de enquête SAFE (*Survey on the access to finance of SMEs in the euro area*), die wordt gehouden op initiatief van de ECB en de EC, ten slotte, ondervraagt specifiek de kmo's over de financieringsvoorwaarden die hen worden aangeboden. Die peiling bevestigde de resultaten van de enquête van de Bank en maakte gewag van soortgelijke ontwikkelingen. In het licht van een onzekere economische omgeving,

gekenmerkt door een toename van het aantal bedrijfsfaillissementen, hebben de kredietinstellingen waarschijnlijk een stringenter kredietpolitiek gevoerd en zich ongetwijfeld ook selectiever opgesteld ten aanzien van sommige riskanter geworden investeringsprojecten. Vooral de kmo's, die sterker afhankelijk zijn van bankkrediet, ondervonden de impact van die ontwikkeling.

#### 4.4 Financiering van de overheidsschuld

Vermindering van de brutofinancieringsbehoeften en verbetering van de marktvoorwaarden in 2012

In 2012 bedroeg het bruto te financieren saldo voor de Schatkist € 40,5 miljard, wat beduidend minder is dan de ruim € 50 miljard van 2011. De daling is het resultaat van de forse vermindering van het netto te financieren saldo van de federale staat, terwijl het bedrag van de op vervalddag komende leningen op middellange en lange termijn daarentegen ietwat groter was dan tijdens het voorgaande jaar.

**TABEL 9** FINANCIERINGSBEHOEFTE EN -MIDDELEN VAN DE FEDERALE OVERHEID  
(in € miljard)

	2010	2011	2012 r
Bruto te financieren saldo . . . . .	43,5	50,4	40,5
Brutofinancieringsbehoeften . .	37,0	42,9	33,5
Begrotingstekort <sup>(1)</sup> . . . . .	11,2	18,9	8,0
Schuld op middellange en lange termijn met vervaldag binnen het jaar . . . . .	25,9	24,1	25,6
In euro . . . . .	25,3	24,1	25,6
In vreemde valuta's . . . . .	0,6	0,0	0,0
Terugkopen en omruilingen (effecten met vervaldag in het volgende jaar of later) . . . . .	6,5	7,1	7,0
Overige financieringsbehoeften	0,0	0,4	0,0
Financieringsmiddelen op middellange en lange termijn . .	45,3	49,5	48,0
Lineaire obligaties (OLO's) . . . .	40,9	40,9	43,0
Staatsbons en overige <sup>(2)</sup> . . . . .	4,5	8,6	5,1
Nettoverandering van de kortetermijnschuld in vreemde valuta's . . . . .	0,0	-0,1	0,0
Verandering van het uitstaand bedrag aan schatkistcertificaten . .	0,3	-5,3	-3,4
Nettoverandering van de overige kortetermijnschulden in euro en van de financiële activa . . . . .	-2,1	6,4	-4,1

Bron: FOD Financiën.

(1) Het begrotingssaldo is vastgesteld op kasbasis en houdt onder meer rekening met de financiële transacties die niet worden opgenomen in het financieringssaldo van de overheid dat, overeenkomstig het ESR 1995, wordt berekend op transactiebasis.

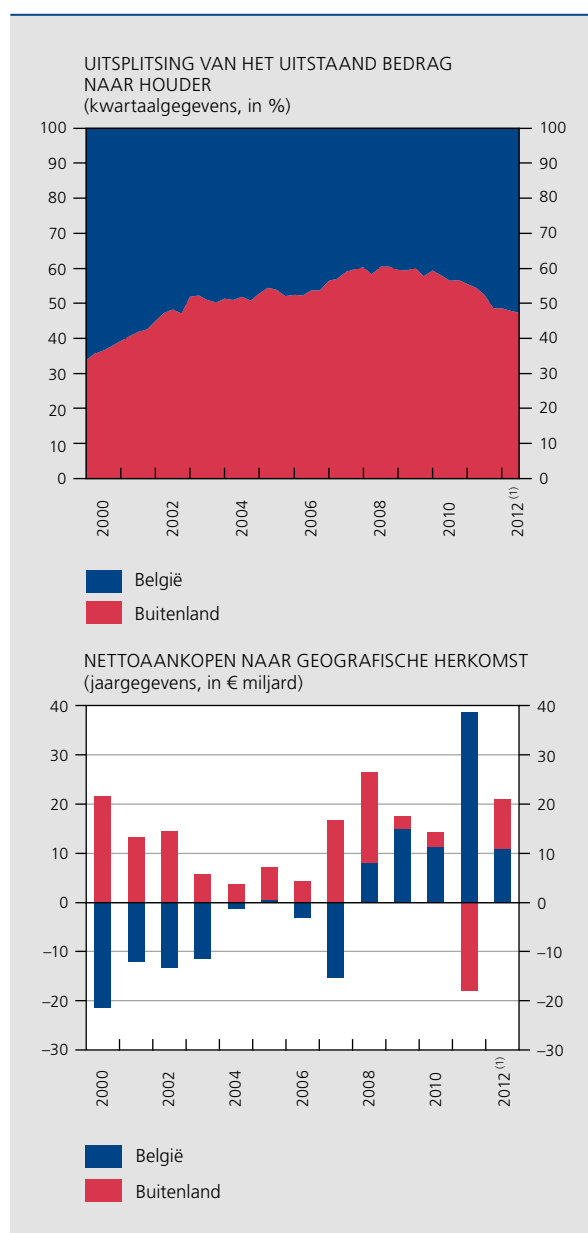
(2) Waarvan, onder andere, *Euro Medium-Term Notes* en *Schuldscheine*.

De Schatkist trok profijt van de in de loop van het jaar duidelijk verbeterende financieringsvoorwaarden en het bedrag van haar uitgaven overschreed de initieel vastgelegde doelstellingen. Daardoor kon zij onder meer voor een groter dan verwacht bedrag haar behoeften voor 2013 vooruitfinancieren en haar kortetermijnschuld reduceren. In 2012 financierde de Schatkist zich voornamelijk via in euro luidende emissies op middellange en lange termijn, in het bijzonder via OLO's.

Sedert de invoering van de euro was er een tendens tot toenemende internationalisering van het houderschap van de Belgische overheidsschuld, waardoor het aandeel van de geconsolideerde brutoschuld in handen van buitenlandse beleggers eind 2008 naar 60% was getild. Door de financiële crisis sloeg die tendens echter om. Aan het einde van het derde kwartaal van 2012 was het aandeel van de overheidsschuld in buitenlandse handen verkleind tot 47%.

Een en ander wordt verklaard door het feit dat, tegen de achtergrond van de overheidsschuldencrisis, de buitenlandse beleggers – meer bepaald de Europese financiële instellingen – de neiging hebben gehad hun portefeuille activa te heroriënteren naar hun binnenlandse markt. Wat meer specifiek België betreft, deed het feit dat er na de federale verkiezingen van juni 2010 geen regering met volle bevoegdheid was, extra onzekerheid ontstaan over het vermogen van het land om zijn verplichtingen op middellange en lange termijn na te komen. Ondanks de aantrekkelijke rentetarieven, keerden de buitenlandse

**GRAFIEK 57** HOUDERSCHAP VAN DE BELGISCHE OVERHEIDSSCHULD



Bronnen: INR, NBB.

(1) Eerste drie kwartalen.

beleggers de Belgische overheidseffecten vervolgens de rug toe. Terwijl de nettobeleggingsstromen uit het buitenland vóór het uitbreken van de crisis ruimschoots positief waren, zwakten ze vervolgens duidelijk af en in 2011 werden ze negatief.

Tijdens het verslagjaar toonden de buitenlandse beleggers opnieuw belangstelling voor de Belgische schuld. Deze tendens wijst erop dat de markten weer

vertrouwen kregen in België. Dat kwam met name door de verbetering, na de regeringsvorming aan het einde van 2011, van de vooruitzichten inzake de institutionele en budgettaire situatie van het land en door de herstructurering van de financiële sector. De toegenomen vraag van buitenlandse beleggers naar Belgische overheidseffecten heeft er zeker en vast toe bijgedragen dat de sedert het begin van het jaar opgetekende rentedaling werd gestimuleerd.