

Verantwoordelijke uitgever : Professor Louis Baeck,
Pro-dekaan van de Faculteit der Economische
en Toegepaste Economische Wetenschappen

De "Leuvense Economische Standpunten" worden opgevat als een vrije wetenschappelijke tribune waarin de stafleden van het Departement Economie en van haar onderzoekseenheid, het Centrum voor Economische Studiën, opiniërende studies en essays publiceren. De opzet bestaat erin om op bevattelijke wijze een reeks van inzichtsverhelderende en beleidsoriënterende economische standpunten te brengen. Onze beweeglijke wereld heeft hieraan wel behoefte.

Dergelijke reeks zal uiteraard verschillende opinies en denkstromingen brengen.

Leuvense Economische Standpunten zullen alleen de visie van de auteur vertolken. Zij kunnen dus niet doorgaan als de visie van een instelling.

Adres voor bestellingen :
Centrum voor Economische Studiën
Van Evenstraat 2B
B — 3000 LEUVEN

Prijs per aflevering : 100 F.
Postcheque : 000-0544830-78

Telefoon : 016 / 28.31.02 — 28.31.11

KATHOLIEKE UNIVERSITEIT TE LEUVEN

DEPARTEMENT ECONOMIE

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

1991/57

**OVERHEIDSSCHULD EN FINANCIËLE MARKTEN
IN DE BRANDING**

D. HEREMANS*
M. DE BROECK

* Respectievelijk Centrum voor Economische Studiën K.U.Leuven, en Harvard University als voormalig Aspirant Nationaal Fonds voor Wetenschappelijk Onderzoek. De auteurs danken P. Stockman voor logistieke assistentie en P. Van Cayseele en P. Praet voor het doornemen van de tekst. Uiteraard blijven zij zelf alleen verantwoordelijk voor de inhoud.

januari 1991

D/1991/2020/05

INLEIDING

Nadat de laatste jaren het begrotingstekort en de schuldsituatie zich is gaan stabiliseren, lijkt de financiële hemel in ons land ogenschijnlijk wat opgeklaard. Of deze opklaring zich zal kunnen handhaven wanneer zich minder gunstige economische omstandigheden aandienen, is zeer de vraag. Blijft de begrotingssituatie niet bijzonder kwetsbaar met een schuldenberg die tot bijna 130 percent van het BNP is opgelopen? Kan men zich bijgevolg vergenoegen met een stabilisatie op dergelijk hoog niveau? Of dient men werk te maken van de heel wat moeilijkere opdracht deze schuldenberg af te bouwen? Het antwoord op deze vragen is uiteraard afhankelijk van de grootte van de risico's die aan de hoge schuldmassa verbonden zijn. In een eerste paragraaf worden daartoe de verschillende risico's in een algemeen kader geschetst, waarbij vooral de financiële risico's voor het voetlicht worden gebracht. De overheid dient immers massaal beroep te blijven doen op de financiële markten, niet alleen voor de financiering van haar huidige begrotingstekorten, maar vooral voor de herfinanciering van haar bestaande schuld.

Het is onder dit financieel beladen gesternte dat diezelfde overheid inmiddels - weliswaar laattijdig - een grootscheepse hervorming van de financiële markten heeft op touw gezet. Overigens wordt er daarbij heel wat verwacht van een modernisering van de overheidsfinanciering. Lagen nochtans in het verleden de massale schuldbehoeften van de overheid niet mede aan de basis van tal van inefficiënties in onze financiële markten? Om te kunnen antwoorden op deze vraag dient in een tweede paragraaf het verband tussen schuldopbouw, financieringswijzen van de schuld en repercussies op de financiële marktwerking nader geanalyseerd te worden. Afhankelijk van deze samenhang kunnen er enkele vraagtekens geplaatst worden bij het aan de gang zijnde proces van financiële hervormingen in ons land. Hoe kan men in dergelijke omstandigheden overschakelen naar meer marktgeoriënteerde instrumenten van monetaire politiek, en kan men de traditioneel genegotieerde plaatsing van overheidsschuld vervangen door rechtstreekse marktplaatsing, zonder de stabiliteit van de schuldfinanciering in gevaar te brengen?

Elke studie van de financiële markten op dit ogenblik is achterhaald indien er niet het perspectief van de ééngemaakte Europese financiële ruimte en van de Europese Monetaire Unie bij betrokken wordt. Zal de toenemende economische convergentie, en begrotingsdiscipline vereist voor de monetaire stabiliteit in een EMU ons land niet dwingen tot afbouw van de hoge schuldratio? Door de hoge lasten van de schuld wordt ons

land gedwongen tot een relatief hogere belastingdruk en lager niveau van publieke dienstverlening. Houdt dit geen ernstig gevaar in voor onze concurrentiepositie in een steeds meer geïntegreerd Europa? In een ééngemaakte financiële markt zal de overheid meer en meer moeten afstappen van het gebruik van genegotieerde technieken en vormen van marktsegmentatie bij de plaatsing en herfinanciering van haar schuld. Ook de Belgische financiële instellingen zullen zich verder moeten wapenen om de concurrentiestrijd aan te gaan. Indien zij zich voor de aanwending van hun middelen meer en meer gaan afstemmen op de balansstructuur van hun Europese concurrenten, welke zullen dan de gevolgen zijn van de schuldfinanciering? Op deze vragen wordt ingegaan in een laatste paragraaf.

1. ECONOMISCHE RISICO'S VERBONDEN AAN DE SCHULDENBERG

Nadat de uitstaande overheidsschuld is opgelopen tot meer dan zeventuizend miljard Belgische frank, d.w.z. bijna 130 procent van het Bruto Binnenlands Produkt, is uiteindelijk ook in publieke middens de alarmklok beginnen te luiden. Nochtans laten de gevolgen ervan althans op macro-economisch vlak zich niet zo direct gevoelen. Genoot ons land de laatste jaren ondanks de hoge schuld niet van een economische hoogconjunctuur?

1.1. Gevaar van instabiliteit en insolventie

Evenmin als de economische theorie in de huidige stand van zaken eenduidige inzichten geeft in de na te streven begrotingssaldi, valt uit diezelfde theorie niet zomaar af te leiden wat de optimale hoeveelheid overheidsschuld is voor een land¹. Overheidsschuld op zichzelf is immers niet noodzakelijk een probleem. Begrotingstekorten en schuldoopbouw kunnen gunstig zijn voor de efficiëntie van de kapitaalvoorraad op lange termijn, vooral indien zij dienen om overheidsinvesteringen te financieren.

¹ Zie D. HEREMANS, M. DE BROECK, Macro-economische politiek. Evolutie in het theoretisch beleidskader, in: V. VAN ROMPUY (red.), *Actuele economische problemen. Theorie en politiek*, Universitaire Pers, Leuven, 1986, blz. 221-242.

Wel is men het er over eens dat er zekere grenzen zijn aan begrotingstekorten en aan de schuldopbouw. De overheid moet er met name over waken dat zij niet insolvent wordt. De grenzen worden m.a.w. bepaald door de intertemporele budgetbeperking en de houdbaarheid van de schuldsituatie. Deze zijn niet eenvoudig af te lijnen omdat zij afhangen van de evolutie in de toekomst van belastingontvangsten, overheidsuitgaven, BNP-groei, reële intrestvoeten enz.

In politieke discussies stelt men eenvoudigheidshalve dat de schuldsituatie houdbaar is wanneer de verhouding overheidsschuld tot het BNP stabiel is of afneemt. Wanneer intrestbetalingen worden gefinancierd met de uitgifte van nieuwe schuld kan een nefast zelfvoedend proces van schuldaccumulatie - het zgn. sneeuwbaaleffect - op gang komen, indien geen surplus op de begroting exclusief intrestuitgaven wordt gerealiseerd². Het gevolg is dat de intrestlasten dreigen andere overheidsuitgaven te verdringen, waarbij de politici steeds meer in het eigen vlees gaan snijden. Afhankelijk van de precieze hypothesen omtrent de reële rentevoet lopen de belastingen die nodig zijn voor de stabilisatie van de schuldratio, d.w.z. primair surplus plus intrestlasten, op tot bij de 13 procent van het BBP. Deze voorafname slurpt meer dan 40 procent van de belastinginkomsten op. Met een dergelijk groot beslag op de middelen is de stabilisatie van de schuld des te dringender. De limieten voor de schuldratio worden immers bepaald door de mogelijkheid voor de overheid de actuele generatie te belasten om te betalen voor de voorgaande generaties.

Een uit de hand lopende schuldsituatie moet op lange termijn uitmonden in schuldmonetisatie of schuldrepudiatie, d.w.z. monetaire financiering van de schuld of het niet inlossen door de overheid van haar schuldverplichtingen. Dergelijke vooruitzichten kunnen echter ook op kortere termijn de financieringsvoorwaarden, m.a.w. de bereidwilligheid van binnen- en buitenlandse agenten om schuldtitels aan te houden, beïnvloeden. Wanneer het vertrouwen van de beleggers in de financiële markten wordt aangetast, gaat de financieringsruimte voor bijkomende schuld inkrimpen, en kan zelfs het herfinancieren of de zgn. "roll-over" van de uitstaande schuld in het gedrang komen.

² Zie COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, One Market, One Money, European Economy, n° 44, oct. 1990, blz. 108-109. Meer technisch bekeken en voorzover onzekerheid over de evolutie van de intrestvoet en van de begrotingssurplusen niet verder in beschouwing wordt genomen, moet de voorwaarde vervuld zijn dat indien de gemiddelde rente op de overheidsschuld de groei van de belastingontvangsten overtreft, de tegenwoordige waarde van de toekomstige primaire begrotingssurplusen groter moet zijn dan het bedrag van de uitstaande schuld, met als discountfactor het verschil tussen de intrestvoet en de groeivoet. Voor België zie ook T. PEETERS, Schuldenlast en Schuldbeheer : Enkele Kanttekeningen, Tijdschrift voor Economie en Management, nr. 4, 1987, blz. 496.

Geconfronteerd met dergelijke gegevens had de Belgische politiek uiteindelijk dan ook geen andere keuze dan het begrotingsbeleid om te gooien en de schuldratio t.o.v. het B.N.P. op korte termijn te stabiliseren. Wanneer men op dit ogenblik een zucht van verlichting slaakt, omdat men deze afgrond voorlopig heeft vermeden, betekent dat nog niet dat men veilig op het goede pad zit. Men veronachtzaamt immers de sociale economische kosten die hoge schuld en intrestlasten blijven veroorzaken. Deze vormen een reële bedreiging voor een gezond beheer van het overheidsapparaat, voor de macro-economische evenwichten, en voor de financiële markten. De grote schuldenberg blijft ons land gevaarlijk dicht tegen de rand van voorgaande grenzen drukken. Dit houdt heel wat ongunstige implicaties in voor zowel de lange termijn-groei als voor de korte termijn-stabilisatie van de economie, evenals voor de werking van de financiële markten.

1.2. Aantasting van lange termijn produktievermogen en groei

Hoewel overheidsschuld die produktief wordt aangewend gunstig kan zijn voor de efficiëntie van de kapitaalvoorraad op lange termijn, kunnen evenwel problemen oprijzen wanneer het interne en externe verdringingseffecten (ook "crowding out" genoemd) veroorzaakt.

Bij hoge schuld en zware intrestbetalingen worden andere overheidsuitgaven verdrongen die een positief economisch en sociaal rendement hebben. Deze uitgaven worden immers uiterst kwetsbaar ten overstaan van verhogingen van het rentepeil. Het probleem wordt des te scherper omdat :

- (i) het concurrentievermogen in de ééngemaakte Europese ruimte kan aangetast worden door een tekortschieten van overheidsinvesteringen o.m. in infrastructuur.
- (ii) in de nabije toekomst ruimte dient gecreëerd te worden voor nieuwe overheidsuitgaven onder meer inzake milieu en vergrijzing van de bevolking.

De laatste jaren met een toenemend aandeel van de intrestuitgaven in de begroting, is ons land wel gedwongen geworden te besparen op de niet-intrestuitgaven. Zodanig is er zelfs een primair begrotingssurplus d.w.z. een overschot op de begroting zonder intrestuitgaven ontstaan. Het betekent evenwel dat de middelen voor de overheid om haar primaire taken te vervullen steeds meer tekortschieten. De begrotingscijfers bevestigen dat het aandeel van de publieke consumptie, die tal van overheidsdiensten groepeerd, sedert 1980 daalt. Terwijl traditioneel het aandeel van de overheidsconsumptie in ons land bij het E.G.-gemiddelde aansloot, ligt ons aandeel nu vijftien procent beneden het

Europese cijfer. Vooral de kapitaaluitgaven van de overheid zijn op minder dan de helft teruggevallen en zijn het slachtoffer geworden van een intern verdringingseffect binnen de begroting. De overheidsinvesteringen in ons land bevinden zich op dit ogenblik zelfs veertig procent beneden het E.G.-gemiddelde

Daarnaast vallen er ook externe verdringingseffecten te noteren. De hoge schuld drukt het totale aggregatieve sparen, vermindert de kapitaalaccumulatie, en hypothekeert de groeikansen op termijn. Private investeringen worden verdrongen door niet produktieve overheidsuitgaven, wat een last legt op de toekomstige generaties. Dit doet zich voor indien er geen schuldneutraliteit is, m.a.w. er geen complete compensatie is van het negatieve publieke sparen door hoger privaat sparen.

In een kleine open economie evenwel, hoeft het sparen niet noodzakelijk uit te monden in kapitaalinvesteringen, maar kan het wegvloeden naar buitenlandse activa. Bovendien kan men beroep doen op de toevloei van spaarmiddelen uit het buitenland. Hoe dan ook minder aggregatief sparen in het land zelf ten gevolge van te hoge schuld werkt negatief in op het nationaal vermogen.

In dit verband geeft het relatief hoge privé-sparen in België - met een privé-spaarquote die men dan drie procent boven het Europees gemiddelde ligt - aanleiding tot oogverblinding. Reeds geruime tijd, in de discussies over begrotingstekorten en schuldnormen, wordt voorgehouden dat omwille van dit hoog privé-sparen de overheid ook meer tekorten en schuld mag opbouwen in vergelijking tot andere landen. Nochtans is de privé-spaarquote geen exogeen gegeven, maar wordt zij mede beïnvloed door het overheidstekort³. Overheidstekorten worden immers gedeeltelijk - volgens bepaalde berekeningen in ons land voor ongeveer de helft - gecompenseerd door toegenomen privé-sparen. Omgekeerd bij de afbouw van de overheidstekorten en de schuld zal de privé-spaarquote dan ook naar een lager niveau evolueren. Is er dan nog voldoende reden om een hoger begrotingstekort en schuldnorm dan in andere landen voorop te zetten als streefdoel? Is bijgevolg niet veeleer de totale aggregatieve spaarquote - die in België integendeel beneden het E.G.-gemiddelde ligt - niet een betere vergelijkingsbasis⁴ ?

3 Zie IMF, *The Role of National Saving in the World Economy : Recent Trends and Prospects*, IMF Research Department, Aug. 14, 1989.

4 Zie G. NICOLETTI, *Private Consumption, inflation and the debt neutrality hypothesis*, OECD Economic Studies, n° 11, Autumn 1988.

1.3. Onvermogen tot korte termijn stabilisatie van de economie

Volgens de economische theorie kunnen in geval van imperfecte informatie en imperfecte kapitaalmarkten, deficits en schuldopbouw tijdelijk verantwoord worden. Op die wijze kan een stabilisatiebeleid gevoerd worden t.o.v. transitoire schokken. Landen met hoge schuld hebben echter weinig manoeuvreerruimte. Zij botsen snel op de hoger geschetste grenzen van de financieringsruimte en sneeuwbaaleffecten. Indien er weinig flexibiliteit is om op deze ongunstige schokken te reageren, zullen zich kostelijke aanpassingsprocessen opdringen in uitgaven en belastingen. Dit onvermogen om stabiliserend op te treden dreigt zich op dit ogenblik voor te doen naar aanleiding van het conflict in de Perzische Golf en een mogelijke recessie. De noodzaak tot schuldstabilisatie zal ons land verplichten de belastingen te verhogen en uitgaven te verminderen. Waar precies de omgekeerde politiek zou aangewezen zijn, dient men dan een pro-cyclisch déstabiliserend beleid te voeren. De nodeloze aanpassingskosten opgelegd aan de economie bij gebrek aan manoeuvreerruimte worden verder verscherpt, wanneer men tegelijk met fluctuaties in de intrestvoeten te kampen krijgt.

1.4. Hoge intrestvoeten en inefficiënte financiële markten

Het beslag van de overheid op de financiële middelen doet normalerwijze de reële intrestvoeten stijgen, wat de hoger geschetste "crowding out" of verdringing van private investeringen kan veroorzaken. Een hoge schuld voedt daarenboven de inflatieverwachtingen en leidt tot hogere nominale rentevoeten. Door een inflatietaks, d.w.z. het creëren van inflatie, kan de overheid immers de reële last van de uitstaande schuld verminderen.

In een open economie gekenmerkt door grote kapitaalmobilititeit zullen de rechtstreekse effecten van de overheidsschuld op de intrestvoeten eerder beperkt zijn. Het intrestpeil wordt ten gevolge van financiële arbitrage grotendeels bepaald door de buitenlandse intrestvoeten. Een hoog schuldniveau zal nochtans een intrestverschil met het buitenland bewerkstelligen in de vorm van een wisselkoers-risicopremie die het algemeen rentepeil verhoogt. Een hoge schuld en begrotingstekorten kunnen een monetisatie van deze schuld en de eraan verbonden inflatie in de hand werken waardoor de wisselkoers zal depreciëren. De ongunstige wisselkoersverwachtingen hebben tot gevolg dat de financiële arbitrage met het buitenland slechts zal spelen na toerekening van een premie voor dit wisselrisico op de schuld in Belgische frank.

Het proces van accumulatie van overheidsschuld houdt niet alleen risico's in voor het algemeen rentepeil. Het leidt tot bijkomende risico's die in de eerste plaats de intrestlast van de overheidsschuld zelf zullen verhogen via zgn. specifieke risicopremies in de financiële markten. Hierdoor wordt de stabilisatie van de schuldenlast niet vergemakkelijkt. Erger nog dan de bijkomende intrestkosten is het feit dat het proces van schuldopbouw verstoringen in de structuur en de werking van de financiële markten teweegbrengt.

Dit is des te meer het geval indien het hele financiële beleid schatplichtig is aan de onmiddellijke bekommernis om de intrestlasten telkens voor het volgende begrotingsjaar te minimaliseren via allerlei kunstgrepen. Overigens ontstaan er daarbij niet zelden conflicten met de wisselkoerspolitiek en het binnenlandse geld- en kredietbeleid. De inefficiënte financiële structuren en de ondoelmatige werking van geld- en kapitaalmarkten, die er het gevolg van zijn, houden belangrijke welvaartsverliezen in. Deze inefficiënties werden gedocumenteerd in verschillende studies n.a.v. de creatie van de Europese financiële ruimte tegen 1992⁵. Inmiddels is men zich daar ook van bewust geworden in ons land, zoals blijkt uit de grootscheepse hervormingsplannen voor de financiële sector. Allerlei reglementaire en fiscale bepalingen, maar ook de financiële instellingen zelf, worden daarbij met de vinger gewezen. De meer fundamentele vraag is nochtans of onze achterhaalde financiële structuur niet grotendeels te wijten was aan de massale schuldopbouw door de overheid in het recente verleden. Deze vraag kreeg tot nog toe weinig of geen aandacht. Nochtans is een inzicht in deze samenhang niet zonder belang voor de noodzakelijke oriëntatie en voor de wijze van tenuitvoerlegging van de financiële hervormingen.

⁵ Zie COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, Creation of a European Financial Area, *European Economy*, n° 36, May 1988.

Zie ook D. HEREMANS, F. VAN DER VEKEN, Bedenkingen bij Europa 1992 en de Belgische Beleidsoriëntaties, *Tijdschrift voor Economie en Management*, 1989, nr. 2, blz. 221-236.

2. HOGE OVERHEIDSSCHULD EN INEFFICIENTE FINANCIËLE MARKTEN

2.1. Overheidsschuld en rentevoeten

De gevolgen van jarenlange accumulatie van overheidsschuld beperken zich niet tot de rentevoeten, maar komen ook tot uiting in de structuur en werking van de financiële markten in ons land. De rentevoeteffecten zelf worden verder opgesplitst in effecten op het algemeen rentepeil en effecten op de specifieke rente op overheidsschuld. De snel toenemende overheidsschuld in ons land heeft niet alleen het algemeen rentepeil doen stijgen, het rentevershil tussen overheidsschuld en privé-schuld doen verminderen, maar ook de structuur en de werking van de financiële markten verstoord.

Het renteniveau wordt in een open economie t.g.v. financiële arbitrage grotendeels bepaald door de buitenlandse rentevoeten. Het algemeen rentepeil wordt slechts onrechtstreeks door de overheidsschuld beïnvloed via wijzigingen in de *wisselkoersrisicopremies*. In een open economie vallen deze moeilijk te onderscheiden van de inflatiepremies die worden doorgerekend in de nominale rentevoeten. Daarnaast kunnen wisselkoersrisicopremies echter ook tot uiting komen in reële rentevoeten. Aldus kunnen reële rentevershillen met andere landen verklaard worden door⁶ :

- landenrisicopremies die het gevolg zijn van de kapitaalcontroles en andere beperkingen van de kapitaalmobiliteit
- valutarisicopremies te wijten aan de wisselkoersvariabiliteit die kunnen blijven doorwerken voor zwakkere valuta
- reële wisselkoersdepreciaties die niet beantwoorden aan koopkrachtpariteiten
- vergissingen in de verwachtingen m.b.t. de evolutie van de wisselkoersen.

Omwille van de grote openheid van de Belgische economie is het niet eenvoudig de effecten van de hoge schuldratio op de intrestvoeten te isoleren. Enkele empirische studies tonen aan dat het overheidstekort inderdaad verantwoordelijk zou zijn voor hogere intrestvoeten voornamelijk op langere termijn⁷. Volgens andere berekeningen kan een deel van het intrestverschil met de Duitse Bondsrepubliek, dat zich in het recente

⁶ Zie COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, One market, one money. An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union, *European Economy*, n° 44, oktober 1990, blz. 124. Het betreft hier reële ex post intrestvoeten

⁷ Zie P. VAN ROMPUY, Europese ankerpunten voor het Belgisch begrotingsbeleid, *Leuvense Economische Standpunten*, blz. 11-12.

verleden tussen 1 à 2 procent situeerde toegeschreven worden aan het hoge publieke schuldniveau. Deze schuld heeft een direct effect op het intrestverschil, de specifieke overheidsrisicopremie, en een nog belangrijker indirect effect, in de mate de schuld heeft geleid tot toegenomen wisselkoersrisico, verschillen in belastingregimes en inefficiënties in de financiële markten, gereflecteerd in een meer algemene premie in de Belgische rente.

De rente op overheidsschuld zelf is afhankelijk van het algemeen renteniveau in een land, maar ook van specifieke risicopremies. Deze kunnen verder onderscheiden worden in een zgn. portfoliodiversificatiepremie en een overheidsrisicopremie.

Een *portfoliorisicopremie* zal dienen betaald te worden indien inefficiënte financiële markten verhinderen dat beleggers hun portefeuille optimaal diversifiëren. Door het grote relatieve aanbod van overheidsschuldstitels worden andere financiële activa op de markt weggedrukt. In dergelijke situatie zullen beleggers hun optimale minimumvariantie portefeuille niet kunnen samenstellen. Bijgevolg zullen zij een hogere opbrengst eisen voor het aanhouden van overheidsschuld, die verrekend wordt in de vorm van een portfoliorisico-diversificatiepremie.

Terwijl voorgaande risicopremie in landen met geen buitensporige overheidsschuld en normaal werkende financiële markten kan weggediversifieerd worden, is dit niet het geval voor de zgn. *overheidsrisicopremie*. Deze zal de leenkost van de schuld verhogen ingeval het vertrouwen dat de overheid haar schuldverplichtingen volledig zal nakomen wordt aangetast. Naargelang de overheidsschuld zich opstapelt, vergroot het risico dat de overheid niet langer de mogelijkheid heeft of niet langer bereid zal zijn haar schuldverplichtingen volledig na te komen. Zonder tot een volledige repudiatie van de schuld over te gaan, kan de overheid trachten de last van de schuld te verlichten door maatregelen zoals het opleggen van investeringsverplichtingen aan de financiële instellingen, verplichte schuldconcessies, belastingen op intrestvergoedingen en kapitaal, enz. De financiële markten kunnen het gevaar van dergelijke belasting op de schuld inschatten door in de rente een premie te verrekenen voor dit politiek risico⁸.

⁸ Zie A. ALESINA, A. PRATI, G. TABELLINI, Public Confidence and Debt Management : A Model and a Case Study of Italy, *N.B.E.R. Working Paper*, nr. 3, 3135, 1989.

Het verrekenen van dergelijke specifieke risicopremies op overheidsschuld wordt bevestigd in een aantal empirische studies⁹. In regel is het debiteurenrisico van private schuld hoger dan voor overheidsschuld, zodat voor vergelijkbare beleggingsinstrumenten de debetrente op private schuld merkkelijk hoger uitvalt dan op overheidsschuld. Dit positief renteverskil blijkt echter af te nemen naargelang de overheidsschuld toeneemt¹⁰. Dit effect van overheidsschuldaccumulatie komt ook op een andere wijze tot uiting, wanneer de intrestvoet op overheidsschuld in verschillende landen wordt vergeleken na correctie voor verwachte wisselkoersverschillen. Zo zijn afwijkingen van "covered interest parity" tussen België en West-Duitsland significant gerelateerd tot de relatieve overheidsschuldpositie van deze twee landen¹¹.

Hoewel de verschillen significant zijn, blijft de grootte van de risicopremies op overheidsschuld veeleer beperkt. Daarnaast blijkt de wijze van overheidsfinanciering wel sterk te verschillen tussen hoge en lage schuldlanden. Het verdient bijgevolg nader onderzoek in welke mate het effect van een hoog oplopende schuldratio niet alleen in de rente, maar ook in een gewijzigde structuur en werking van financiële markten wordt teruggevonden?

2.2. Bijzondere structuur van de overheidsfinanciering

De financiering van de Belgische overheidsschuld vertoont een aantal afwijkende kenmerken t.o.v. de meeste andere landen zoals weergegeven in tabel 1 en figuur 1¹².

⁹ Voor een overzicht zie M. DE BROECK, Valuation of the issuer-specific premium on government debt, Harvard University, *mimeo*, 1990.

¹⁰ Voor België zie J.L. ANNAERT, The Size of the Public Debt and the Financing Conditions of the Treasury: an Empirical Study for Belgium, K.U.Leuven, *mimeo*, 1990.

¹¹ Voor een vergelijking tussen België en West-Duitsland zie B. NAUDTS, E. SCHOKKAERT, Government Debt and Interest Rates in Belgium, 1974-1986, *Tijdschrift voor Economie en Management*, 33, n° 3-4, 1988, blz. 339-354.

¹² Voor een vroegere analyse van België in dezelfde richting, zie T. PEETERS, *o.c.*, blz. 506-510.

Tabel 1 : Samenstelling overheidsschuld (in procent) (1989)

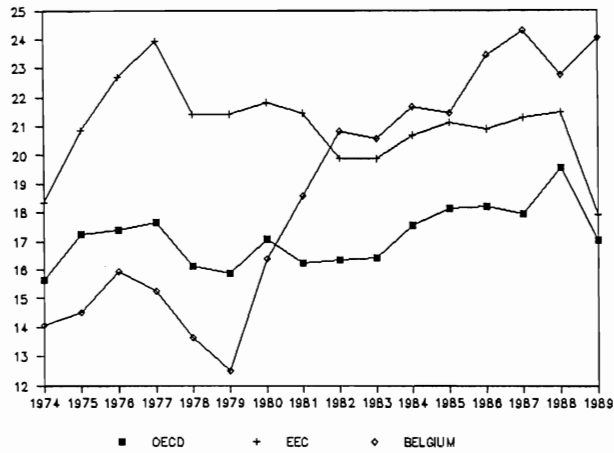
	OESO	EEG*	België	Italië	Ierland
Centrale Bank	8.5	9.0	2.5	14.0	2.0
Financiële instellingen					
Korte termijn	10.1	16.6	22.4	2.2	0.6
Lange termijn	17.8	13.8	35.6	11.6	10.0
Niet-financiële sector					
Korte termijn	7.0	6.3	1.6	31.1	3.0
Lange termijn	42.6	47.9	21.0	38.2	47.3
Deviezenschuld	14.0	6.4	16.9	2.9	37.2
Schud-BNP ratio	28.7	35.8	128.6	89.4	99.5

* EEG gemiddelde exclusief de hoge schuldlanden België, Italië en Ierland.

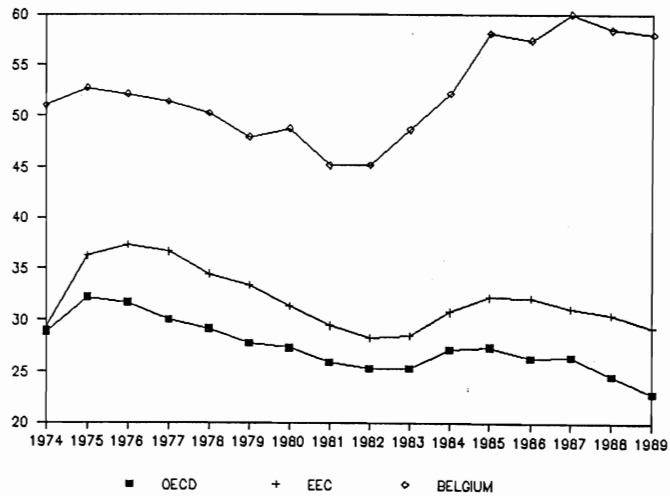
- (i) Vooreerst wordt de maturiteit van de schuld gekenmerkt door korte looptijden. Naargelang de schuldenberg vergrootte werd de looptijdverkorting verder doorgevoerd.
- (ii) Het is echter vooral het houderschap van de schuld dat opvallende kenmerken vertoont. Een bijzonder hoog gedeelte van de schuld wordt gefinancierd door financiële instellingen. Parallel daarmee berust meer dan de helft van de overheidsschuldtitels in de activa-portefeuille van financiële instellingen.
- (iii) Tenslotte blijkt ook de muntkeuze af te wijken van de gangbare patronen in andere landen. Heel wat Belgische overheidsschuld wordt in buitenlandse valuta uitgegeven en bovendien geplaatst bij de Belgische financiële instellingen.

Opvallend daarbij is dat deze verschuivingen in de financiële structuur van de overheidsfinanciering zich in ons land hebben doorgezet naargelang over de tijd heen de uitstaande voorraad overheidsschuld toenam. Ook in andere landen met hoge schuld, zoals Italië en Ierland worden belangrijke verschuivingen vastgesteld.

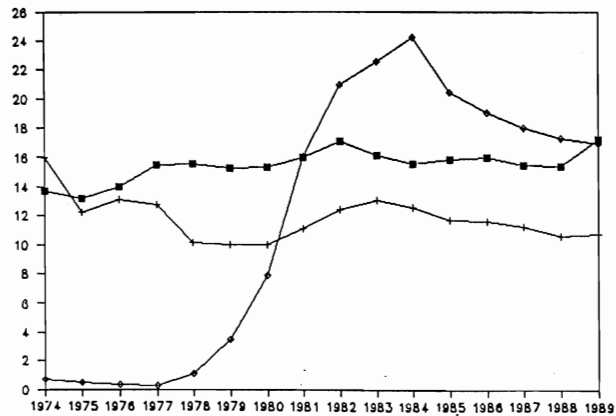
Figuur 1.a : Aandeel Korte Termijn Overheidsschuld (in procent)



Figuur 1.b : Aandeel Schuld geplaatst bij Financiële Instellingen (in procent)



Figuur 1.c : Aandeel Schuld in Deviezen (in procent)



Deze analyse strookt met verder doorgevoerd econometrisch studiewerk¹³. Daaruit blijkt voor België dat :

- (i) het aandeel korte termijn overheidsschuld bij financiële instellingen significant positief beïnvloed wordt door de schuld-BBP ratio;
- (ii) de lange termijn overheidsschuld bij financiële instellingen een significant negatief verband vertoont met de schuld-BBP ratio;
- (iii) ook de lange termijn overheidsschuld bij de niet-financiële sector hetzelfde negatief verband vertoont.

Belangrijk daarbij is de vaststelling dat ngl. de schuldmassa sterk toenam vanaf de tweede helft van de zeventiger jaren, de overheid overwegend gebruik maakt, niet van markttechnieken maar van genegotieerde plaatsingstechnieken. De plaatsing via negotiatie met de financiële instellingen werd vergemakkelijkt door het institutionele en fiscale kader : bijvoorbeeld werd de markt van schatkistcertificaten beperkt tot financiële instellingen, werden overheidsobligaties uitgegeven via een emissiesyndicaat, werden de financiële instellingen vrijgesteld van roerende voorheffing ...¹⁴. Het resulteerde in een verrassend hoge mate van financiële intermediatie van de overheidsschuld. Hoewel dit vroeger reeds gedocumenteerd werd voor ons land, ontbraken daarvoor plausibele verklaringen. Ook in recente studies wijst men weliswaar terecht op de reglementaire en fiscale bepalingen terzake, maar wordt niet verder stilgestaan bij de fundamentele samenhang met de hoge schuldratio¹⁵.

Nochtans is een beter begrip van de fundamentele samenhang tussen dit overwicht van genegotieerde praktijken en de hoge uitstaande schuld onmisbaar, wil men zonder onverantwoorde risico's te lopen - via allerlei reglementaire en fiscale hervormingen zoals die op dit ogenblik werden doorgevoerd - de overheidsfinanciering naar markttechnieken heroriënteren.

13 Zie M. DE BROECK, *The financial structure of government debt in OECD countries. An examination of the time-consistency issue*, Harvard University, mimeo, 1990.

De Italiaanse situatie wordt vooral gekenmerkt door een grote mate van korte termijnfinanciering door de niet financiële sector, die in de hand wordt gewerkt door administratieve controles en fiscale voordelen. In Ierland maakt de financiering in buitenlandse valuta bijna 40 procent van het totaal uit.

14 Zie vroeger reeds m.b.t. de problematiek van de hoge graad van intermediatie van de schuld : M. DE BROECK, D. HEREMANS, *Innovatie in de overheidsfinanciering en financiële intermediatie*, *Bank- en Financien*, nr. 9-10, 1985, blz. 132.

15 Zie o.m. O. LEFEBVRE, *Sécouritisation et intermédiation financière de dépôts*, *CIACO*, Louvain-la-Neuve, Ch. V., blz. 10.

2.3. Tijds(in)consistentie en onvolledige contracten

Zoals reeds aangestipt, bestaat in landen met hoge schuld steeds het risico dat in de toekomst (een deel van) de schuld niet zal gehonoreerd worden, maar zal wegbelast worden. Toekomstige regeringen zullen tot dergelijke ingrepen aangezet worden indien zij van oordeel zijn dat de marginale kosten van besparingen die op de uitgaven moeten doorgevoerd worden hoger uitvallen dan de marginale kost van het niet (volledig) betalen van de intrestverplichtigen. Aldus ontstaat een tijdsinconsistentieprobleem voor de beleidsvoerders met name : het probleem dat het wenselijk kan zijn een in het verleden uitgestippeld plan voor een efficiënt beleid niet verder meer uit te voeren op het huidige ogenblik. Meer toegespitst op het schuldbeleid : bij de uitgifte van overheidsschuld is het best voorop te zetten dat de overheid in de toekomst steeds haar schuldverplichtingen zal honoreren om het vertrouwen van potentiële beleggers niet aan te tasten. Na verloop van tijd echter, eenmaal de beleggers reeds overheidsschuld aanhouden en de titels niet onmiddellijk zonder verlies kunnen ten gelde maken, kan de overheid het wenselijk vinden haar verplichtingen niet volledig na te komen, eerder dan andere belastingen aan te wenden of de uitgaven te verminderen. Financiële markten anticiperen echter de incentieven voor de overheid om in de toekomst niet-marktconforme maatregelen m.b.t. de uitstaande overheidsschuld te nemen. Hun twijfel over de mogelijkheid of bereidheid van de overheid om te betalen zal hun geneigdheid om overheidsschuld op te nemen verminderen, tenzij een compensatie in de vorm van een "overheidsrisicopremie" wordt verrekend.

Het gevolg is dat de huidige regering dreigt hogere intrestvoeten te moeten betalen, tenzij zij een andere oplossing vindt voor dit gevaar van inconsistent gedrag over de tijd heen. Zij kan trachten deze risicopremies die haar intrestlasten bezwaren, te vermijden door een aantal vertrouwenswekkende maatregelen.

Vooraan op de lijst staat een geloofwaardige politiek van besparingen. Uiteraard is een risicopremie niet nodig wanneer de economische agenten er blijven op vertrouwen dat de overheid niet zal in gebreke blijven. Begrotingsbesparingen verminderen niet alleen t.g.v. een kleiner deficit de onmiddellijke opwaartse druk op het algemeen rentepeil maar hebben ook een gunstig reputatie-effect dat de risicopremies drukt.

In de financiële markten kunnen de risico's ook ingeperkt worden door wijzigingen in de structuur van de uitstaande overheidsschuld, meer bepaald door looptijdverkorting, door meer buitenlandse financiering, en door verschuivingen in het houderschap ervan naar

financiële instellingen. Aanpassingen in die richting van de financieringsstructuur van de overheidsschuld worden inderdaad vastgesteld in hoge schuldlanden¹⁶.

Kortere looptijden en een snellere "roll-over" van de schuld maken het de beleggers die eventueel belastingmaatregelen verwachten, gemakkelijker hun vorderingen te liquideren zonder al te veel kapitaalverlies. Wanneer zij hun portefeuille vernieuwen kunnen zij gemakkelijker een aangepaste overheidsrisicopremie in de gevraagde rentevoet incorporeren.

Schuld in buitenlandse valuta kan niet wegbelast worden door hogere inflatie. De overheid kan de reële waarde van deze buitenlandse schuld alleen verminderen door een onverwachte wisselkoersappreciatie. Dit is echter een zeer kostelijk alternatief.

Van belang voor ons land is vooral de samenhang tussen de overheidsrisico's van een hoge schuld en het houderschap van de schuld. De overheidsrisico's dienen zich namelijk verschillend aan voor een plaatsing bij private beleggers in de markt of voor een genegotieerde plaatsing bij financiële instellingen¹⁷.

In het eerste geval ligt de waarschijnlijkheid van het risico erg laag, maar zijn de potentiële verliezen ook het zwaarst. Het overheidsrisico zal zich alleen materialiseren wanneer er een echte vertrouwenscrisis ontstaat op het ogenblik dat er een "roll-over" voor grote bedragen van de schuld dient te gebeuren. In geval van beperktere betalingsmoeilijkheden zal het immers gezien het te grote aantal beleggers niet mogelijk zijn om tot een genegotieerde herschikking te komen. Deze mogelijkheid staat wel open voor de schuld aangehouden door een meer geconcentreerde financiële sector. De overheidsrisico's zullen zich daar frequenter realiseren n.a.v. beperktere budgettaire problemen. Zij zullen echter aanleiding geven tot een hernegotiatie waarbij de verliezen ook geringer uitvallen dan in het eerste geval. In ons land heeft dergelijke situatie zich reeds verschillende malen voorgedaan.

¹⁶ Zie M. DE BROECK, *The financial structure of government debt in OECD countries, o.c.*. Op die wijze worden mogelijke belastinginitiatieven van toekomstige overheden op de uitstaande schuld ingeperkt. De huidige regering heeft er belang bij op die manier toekomstige regeringen te binden omdat de huidige risicopremie die moet verrekend worden in de rente er door beperkt wordt. Nochtans is dit slechts een "second best" oplossing. De "first best" oplossing zou erin bestaan dat de huidige regering het toekomstig beleid reeds zou kunnen vastleggen. In dat geval zou een tijdsconsistente politiek samenvallen met het minimaliseren van de intrestkosten.

¹⁷ Zie M. DE BROECK, *Valuation of the issuer-specific premium on government debt, o.c.*

Eerst werd herhaaldelijk met de financiële instellingen een verlenging van de looptijden van schatkistcertificaten genegotieerd. Sedert 1986 werden een drietal schuldher-schikkingen met de financiële instellingen overeengekomen. Daarbij werd een gedeelte van de intrest op obligaties niet uitbetaald, maar omgezet in een nieuwe schuldvorm op middellange termijn, m.n. schatkistbons.

De verhoudingen tussen overheid en financiële instellingen die in ons land t.g.v. de schuldsituatie zijn tot stand gekomen worden bijgevolg het best beschreven in termen van een "onvolledig contract". Wanneer partijen, zoals de overheid en de nationale financiële sector, in een lange termijnrelatie staan, kan het voordelig zijn om de rechten en verplichtingen van de partijen niet voor alle mogelijke situaties in een formeel contract vast te leggen om de contractkosten niet al te zeer te doen oplopen. Partijen kunnen er de voorkeur aan geven korte termijn contracten af te sluiten, met de bedoeling deze telkens weer te verlengen, en enkel bepalingen voor de meer gangbare situaties in het contract op te nemen, met het voornemen te onderhandelen indien andere situaties zich voordoen.

In de context van een lange termijn debiteur-crediteur relatie tussen overheid en financiële sector, bepalen de formele clausules van de overheidsschuldtitels, schatkistcertificaten en obligaties, niet exhaustief de rechten en plichten van de partijen en stemt de looptijd van deze titel niet overeen met de voorgenomen lengte van de relatie. De oorsprong van een dergelijk incompleet lange termijn contract zijn zgn. partij-specifieke investeringen : investeringen die van aard zijn dat eenmaal ze gemaakt zijn hun waarde groter is binnen de lange termijnrelatie en die de waarde van het voortduren van deze relatie groter maakt dan de marktalternatieven die de partijen ter beschikking staan (schuldplaatsing bij private niet-financiële investeerders). Dergelijke investeringen worden verder in de hand gewerkt door het multidimensionele karakter van de interactie tussen overheid en financiële sector, o.m. ook via maatregelen van monetaire politiek, structureel en prudentieel toezicht op de financiële instellingen, expliciete en impliciete belastingen in het financieel verkeer.

Een mogelijke situatie die typisch niet door formeel contractuele bepalingen geregeld wordt, is het voornemen van de overheid haar schuldverplichtingen niet volledig na te komen n.a.v. budgettaire moeilijkheden. Eerder dan unilaterale maatregelen te nemen, zal de overheid dan trachten een hernegotiatie van de schuldverplichtingen op gang te brengen om te vermijden dat de lange termijn debiteur-crediteur relatie en de partij-specifieke investeringen zouden teloor gaan. In deze zin is het incomplete lange termijn

contract ook een oplossing voor het hoger geschetste tijdsinconsistentieprobleem : in het kader van het behoud van de lange termijn relatie wordt het vertrouwen bij de crediteurs gevoed dat zij niet het slachtoffer zullen worden van eenzijdige maatregelen vanwege de overheid, maar dat deze het voorwerp zullen vormen van negotiatie.

Het proces van een voortdurend vernieuwen en verhogen van de overheidsschuld met een beperkt aantal instellingen heeft in België dergelijke (incomplete) contractuele relatie tussen de overheid en de financiële sector mede doen ontstaan. Het heeft geleid tot een aantal institutionele schikkingen met de financiële instellingen in de markt van overheidsschuld : zoals de uitgifte van niet verder verhandelbare schuldinstrumenten aan financiële instellingen, de plaatsing van obligaties via een emissiesyndicaat, onderhandelingen over de opbrengstvoet van nieuwe uitgiften, de herschikking van intrestbetalingen op schuld aangehouden door de financiële instellingen, enz. De grote mate van schuldintermediatie door de financiële instellingen heeft de atomistische marktinteractie omgevormd tot een gestructureerde interactie tussen een beperkt aantal marktpartijen. Door aldus af te zien van unilaterale maatregelen t.o.v. de financiële instellingen en deze te vervangen door vormen van hernegotiatie van de (incomplete) contractuele verhoudingen heeft de overheid de last van de zgn. overheidsrisico's bij een marktplaatsing kunnen vermijden en de financiering van haar schuld vergemakkelijkt. Tevens hebben de eruit voortvloeiende marktsegmentaties de overheid toegelaten haar belastingpolitiek te differentiëren naargelang het houderschap van de schuld.

2.4. Inefficiënties in Financiële Markten en Schuldbeheer

De laatste tijd wordt er meer en meer gewezen op tal van tekortkomingen in de werking van de financiële markten in België : segmentatie en afscherming van de toegang tot deelmarkten, al te grote intermediatie via financiële instellingen, afwezigheid of gebrekkige werking secundaire markten, enz. Deze inefficiënties worden dan toegeschreven aan reglementeringen en fiscale maatregelen ... Een meer fundamentele verklaring voor deze beperkende maatregelen dient nochtans gezocht bij de hoge schuldenberg.

De diverse marktinefficiënties t.g.v. het ondoorzichtig netwerk van interacties in de financiële markten werden reeds uitvoerig gedocumenteerd. Zij nemen de vorm aan van artificiële marktsegmentatie, niet-prijsmededing, overbanking, hoge personeelskosten,

cross-subsidiëring van bankdiensten, niet-tarificatie en prijzencontroles, enz. 18. De diverse voor- en nadelen voor de betrokken partijen vallen niet eenduidig toe te wijzen en een eindafrekening voor de verschillende partijen kan bezwaarlijk gemaakt worden. In recente studies n.a.v. de nakende éénmaking van de Europese financiële ruimte worden de welvaartsverliezen veroorzaakt door dergelijke inefficiënties verder becijferd¹⁹. Daartegenover blijft de vraag of het perfecte mededingingsmodel wel volledig kan van toepassing zijn op de financiële sector²⁰.

Voorgaande inefficiënties in de financiële markten hangen samen met het lange termijn proces van schuldaccumulatie, maar werden ongetwijfeld verscherpt door de korte termijn politiek die inzake schuldbeheer werd gevoerd. Twee doelstellingen van het schuldbeheer kunnen daarbij in het bijzonder belicht worden : de minimalisatie van de rentelasten op de schuld en de stabiliteit bij de herfinanciering van vervallende uitstaande schuld.

Het schuldbeleid in België werd al te zeer afgestemd op de eerste doelstelling, de rentelastenminimalisatie. De bekommernis voor lagere intrestlasten in het lopende of het volgende begrotingsjaar overwegen, terwijl de weerslag op de efficiëntie van het financieel systeem en het risico van hogere rentelasten in latere periodes werden veronachtzaamd²¹.

Meer dan de hogere rentekosten, is het de grootte van de schuldenberg en de eruit resulterende schuldstructuur die zorgen hoeft te baren. De grote massa korte termijnschuld vergt een bestending beroep op de financiële sector voor de "roll-over" ervan. De Belgische schuldpositie is erg kwetsbaar omdat constante schuldhernieuwing hoge eisen stelt aan de kredietwaardigheid en het vertrouwen in de overheid. Wanneer men aan de grens van de financieringsmogelijkheden opereert kan elke misstap, elke schok van

18 Zie o.m. D. HEREMANS, F. VAN DER VEKEN, o.c., O. LEFEBVRE, o.c., Ch. V.

19 COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, Creation of a European financial area, *European Economy*, n° 36, May 1988.

20 D.J. NEVEN, Structural adjustments in European Retail Banking : Some Views from industrial organisation, in : J. DERMINE (ed.), *European Banking in the 1990s*, Basil Blackwell, Oxford, 1990, blz. 167.

21 De financiering van de schuld blijkt niet het resultaat van goed portfoliebeheer van een risico-afkerige overheid, die bestendig een afweging maakt tussen gemiddelde intrestkost van de hele portefeuille en het risico ervan. Bijvoorbeeld bij de buitenlandse schuld opteerde men veelal voor sterke munten met lage intrestvoeten, maar hoge wisselkoersrisico's voor ons land. De meest interessante voorwaarden worden voor elke emissie afzonderlijk nagestreefd, terwijl volgens de moderne financiële theorie de keuze niet mag los gezien worden van de financieringsvoorwaarden van het geheel van de uitstaande portefeuille.

buitenuit fataal zijn voor de financiële stabiliteit. Dit gevaar dreigt ingeval van een politieke crisis, maar ook bij recessies en intrestvoetschokken waardoor het sneeuwbaaleffect opnieuw zou gaan rollen²².

Zoals hoger werd geschetst verklaart deze grote fragiliteit van de schuldpositie mede waarom men in ons land in het verleden meer gebruik is gaan maken van genegotieerde technieken van plaatsing bij financiële instellingen. Betalingsproblemen van de overheid kunnen erdoor soepeler opgevangen worden, terwijl deze in een marktcontext gemakkelijker zouden kunnen overslaan in een echte vertrouwenscrisis.

Veeleer dan aan de minimalisatie van intrestlasten op korte termijn, dient er bijgevolg prioriteit gegeven te worden in het schuldbeleid aan de stabiliteitsvoorwaarden op langere termijn. Over een langere periode bekeken komt dit overigens ook ten gunste van een verlichting van de intrestlasten. Naast het afbouwen van de overheidsschuld door een stringent begrotingsbeleid, dient het schuldbeheer het gevaar van instabiliteit te bezweren door :

- (i) aanpassing van de maturiteitsstructuur in de richting van een verlenging van de looptijden;
- (ii) het diversifiëren van het houderschap van de schuld waardoor meer schuldtitels geplaatst worden bij het niet-financiële publiek.

Het impliceert dat er opnieuw overgegaan wordt naar plaatsing van schuld via de markt. Waar nochtans de ervaring in de meer marktgeoriënteerde landen uitwijst dat de opname door het grote publiek veelal beperkt blijft, impliceert het dat men zich vnl. zal moeten oriënteren op de institutionele beleggers.

Nochtans gaat het de verkeerde richting uit indien deze ombuiging in de eerste plaats geïnspireerd wordt door korte termijnoverwegingen van de rentelasten en niet zozeer door stabiliteitsbekommernissen.

Omwille van de fragiliteit van de schuldsituatie dient men overigens behoedzaam te werk te gaan. Zelfs wanneer de lange termijn oriëntatie duidelijk lijkt, is het van belang voor de stabiliteit dat de overheid zich hoedt voor overhaaste en unilaterale maatregelen. Een lange termijn impliciete contractuele relatie kan beter geleidelijk herzien worden in het

²² In geval van dergelijke vertrouwensproblemen zou men in een vicieuze cirkel terechtkomen. Financiële markten zouden dan een risicopremie beginnen te vragen die zo hoog kan uitvallen dat de schuldevolutie van stabiel (intrestvoet zonder risicopremie lager dan de groeivoet van de aan het BBP gerelateerde belastingontvangsten) naar instabiel verschuift (intrestvoet met risicopremie hoger dan diezelfde groeivoet).

kader van hernegotiatie met de financiële instellingen. Zolang de overheid met dergelijke hoge schuldenberg opgezadeld blijft, kunnen er ook voor haar voordelen verbonden blijven aan het behoud van een contractuele relatie. De vraag rijst overigens of er zelfs in de ééngemaakte Europese markt op een of andere wijze geen bevoorrechte relaties zullen blijven bestaan tussen nationale overheden en de gevestigde financiële instellingen van het land. In elk geval is het zo dat bij het plots afbreken van de incomplete contractuele relatie de gevaren van politieke instabiliteit veroorzaakt door een geschokt vertrouwen in de overheidsschuld toenemen.

Bij de recente vernieuwingen inzake schulduitgiften en de daaraan gekoppelde hervorming van het monetair beleidsinstrumentarium rijzen dan ook enkele vragen. Indien men op die wijze van de overheid goedkopere leningsvoorwaarden wil afdwingen, heeft men dit dan wel voldoende afgewogen aan de stabiliteitsvereisten voor de herfinanciering van de schuld ?

Indien op de juiste doelstellingen wordt gemikt en de juiste weg wordt gevolgd bij de ombuiging, gaan een gezond schuldbeheer en de hervorming van de financiële markten hand in hand. De voordelen ervan op langere termijn zijn ontegensprekelijk²³. Hoe dan ook mag met niet uit het oog verliezen dat het succes van deze aanpassingen cruciaal afhankelijk blijft van een schuldpolitiek op langere termijn. Deze moet bestaan in het afbouwen van de schuldmassa zelf. Terzake dient de overheid een geloofwaardig beleid uit te stippelen en de nodige waarborgen voor de uitvoering ervan in te bouwen. Zoniet dreigen aanpassingen in de financiële markten en in het schuldbeleid spaak te lopen op nieuwe tijdsinconsistentieproblemen.

²³ Reeds lang wordt er overigens in academische middens gepleit voor een hervorming van de financiële markten en de monetaire politiek. Een meer effectieve monetaire politiek o.m. via een open markt politiek op een actieve secundaire markt voor schatkistpapier werd reeds voorgestaan o.m. in : D. HEREMANS, A. SOMMARIVA, A. VERHEIRSTRÆTEN, A Money and Bank Credit Model for an Open Economy. The Belgian Experience 1960-1973, *Kredit und Kapital*, nr. 3, 1976, blz. 155-208.

3. OVERHEIDSSCHULD IN EEN EUROPESE CONTEXT

3.1. Reële en financiële risico's

In een verder geïntegreerd Europa dreigen de hoger aangestipte ongunstige effecten van de hoge Belgische staatsschuld op het lange termijn produktievermogen en de economische groei nog verscherpt te worden. Binnen de grote Europese markt neemt de mobiliteit van de ondernemingen immers toe. Een hoge schuld houdt dan een competitief nadeel in. Een te groot deel van de overheidsmiddelen wordt opgeslorpt door de dienst van de schuld ten nadele van het economisch omgevingsbeleid : te weinig publieke investeringen in economische infrastructuur en te hoge belastingdruk.

Wanneer in verhouding tot te beperkte voorzieningen in publieke goederen de belastingen te hoog zijn, worden de economische agenten aangezet zich te vestigen in landen met een lagere schuld. Hierdoor wordt de economische groei en bijgevolg de belastingbasis zelf aangetast. Een stabilisatie van de schuld/BBP ratio volstaat niet om dit competitief nadeel weg te werken. Gelijktijdig met de voortschrijdende Europese éénmaking dient men bijzondere inspanningen te leveren om de Belgische schuldenberg af te bouwen²⁴.

Naast de lange termijnimplicaties in de reële sfeer heeft het Europese éénmakingsproces meer directe effecten op de financiering van de overheidsschuld. De volledige vrijmaking van het kapitaalverkeer en de totstandbrenging van de éne Europese financiële ruimte tegen begin 1993 geven op dit ogenblik aanleiding tot een kettingreactie van hervormingen in de Belgische financiële markten. De volgende jaren staat ook de realisatie van de Europese Monetaire Unie op de agenda. Daarop wordt door ons land reeds geanticipeerd door een strakkere binding van de wisselkoers van de BEF aan de DEM.

Deze ontwikkelingen die de vorm aannemen van een echte omwenteling zullen niet zonder gevolg blijven voor de overheidsschuld, meer bepaald voor de wijze van financiering en de rentelasten. De effecten kunnen zoals hoger werd geschetst, samengevat worden in : algemene effecten op het rentepeil en in specifieke effecten op de kost van de overheidsschuld en op de financieringsstructuren.

²⁴ De convergentie van belastingen, als gevolg van actieve harmonisatie door de Europese Gemeenschap, of onder druk van belastingconcurrentie in de markt, zal een land met hoge schuld dat een significant gedeelte van zijn middelen moet besteden aan intrestkosten van de publieke schuld ertoe verplichten zijn publieke goederenvoorziening tot op een suboptimaal peil te verlagen. Zie D. HEREMANS, Economische Integratie en Economisch Federalisme. Implicaties voor de Belastingheffing, C.E.S. Leuven, 1991 (in publikatie).

In een open economie nemen de risicopremies die het algemeen rentepeil beïnvloeden veelal de vorm aan van wisselkoersrisicopremies, verder op te delen in inflatierisicopremies, landenrisicopremies, reële valutarisicopremies, enz. De specifieke risicopremies die alleen op de overheidsschuld drukken werden onderscheiden in portfoliodiversificatiepremies en overheidsrisicopremies.

Bijgevolg dient onderzocht te worden op welke wijze de Europese financiële éénmaking na 1992 en de EMU in een later stadium, deze verschillende risicopremies zullen beïnvloeden.

3.2. De Europese Financiële Ruimte

Vrij kapitaalverkeer en vrijheid van financiële dienstverlening in Europa nopen tot een fundamentele hervorming van de financiële markten en de financiële sector in België. Terwijl de effecten op het algemeen rentepeil eerder beperkt uitvallen, kunnen de specifieke effecten op de rente op overheidsschuld heel wat belangrijker zijn.

De volledige liberalisatie van het kapitaalverkeer zal de zgn. landenrisicopremie die het gevolg is van beperkingen op de kapitaalmobiliteit en in het wisselrisico verrekend zit, elimineren. Voor België blijft misschien de vraag of de afschaffing van de dubbele wisselmarkt ingeval van ernstige problemen op de wisselmarkt integendeel het risico van eventuele kapitaalcontroles niet vergroot. In de overgangsfase van de volgende jaren, d.w.z. zolang de ene Europese financiële markt niet ondersteund wordt door de EMU, houdt de grotere mobiliteit van (speculatieve) kapitaalstromen een bijkomende dreiging in voor de wisselkoersstabiliteit met eventueel een vergroten van de wisselkoersrisico's. De sterkere koppeling van de BEF aan de DEM kan deze dreiging voor bijkomende wisselkoersrisico's te verrekenen in het algemeen rentepeil tegengaan. De gunstige effecten ervan zijn niet zozeer afhankelijk van de afkondiging van deze DEM koppeling, als wel van de geloofwaardigheid van het overheidsbeleid dat naar het vlak van de begrotingspolitiek en het loonkostenbeleid dient doorgetrokken te worden²⁵.

²⁵ Door een aangepast schuldbeheer m.b.t. de maturiteitsstructuur en houderschap van de schuld kan het gevaar van een financiële vertrouwenscrisis in hoge schuldlanden verminderd worden. Stabilisatie van de schuld draagt aldus ook bij tot wisselkoersstabiliteit. Zie F. GIAVAZZI, M. PAGANO, Confidence Crisis and Public Debt Management, *N.B.E.R. Working Paper*, nr. 2926, 1989.

De opheffing van de segmentatie van de financiële markten, de modernisering van de bestaande markten en de inrichting van nieuwe markten, zal ook meer specifiek de overheidsfinanciering ten goede komen. De betere portfolio-diversificatiemogelijkheden in meer efficiënte financiële markten laten toe de portfolio-diversificatiepremies die totnogtoe de overheidsschuld bezwaarden te vermijden. Door de toegenomen mededinging zullen heel wat reglementaire en fiscale renten, waarvan de financiële instellingen totnogtoe genoten, weggeconcurrereerd worden²⁶.

Nochtans mogen een aantal risico's zeker in een overgangsfase niet over het hoofd gezien worden. De Belgische financiële instellingen zullen minder geneigd zijn nog in dezelfde mate overheidsschuldtitels in portefeuille te nemen. Om te overleven in de Europese concurrentiestrijd zullen zij gedwongen worden tot het creëren van zoveel mogelijk toegevoegde waarde in het financieel intermediatieproces. Zij zullen niet langer kunnen volstaan met het doorsluizen van hun deposito-inlagen en andere middelen naar de overheid mits een toeslag van een beperkte intermediatiemarge. Deze middelen zullen meer productief dienen aangewend te worden naar kredietverlening aan de private sector, waarvoor hogere intermediatiemarges gelden, of naar meer gesofisticeerde financiële dienstenverlening mits het aanrekenen van zgn. "commissie-inkomens". Grosso-modo zal de balansstructuur van de Belgische financiële instellingen zich meer en meer moeten gaan afstemmen op die van de Europese concurrenten, zoals geïllustreerd wordt in tabel 2.

Tabel 2 : Aandeel overheidsschuld in de binnenlandse kredietportefeuille van de financiële instellingen (in procent)

	1974	1979	1984	1989
OESO	11.4	13.2	15.8	12.2
EEG	7.3	11.3	15.5	15.7
BELGIE	33.5	30.2	48.7	43.9
ITALIE	6.8	26.6	32.5	27.4
IERLAND	24.5	17.7	23.9	20.5

²⁶ Zie O. LEFEBVRE, o.c., Ch. V, blz. 25.

Zoals algemeen de Belgische overlegeconomie zich zal moeten aanpassen aan de nieuwe Europese gegevens, geldt dit ook voor de financiële sector. In een ééngemaakte Europese financiële ruimte komt vroeg of laat de impliciete contractuele relatie tussen de Belgische overheid en de financiële instellingen op de helling te staan. Op langere termijn is een grotere marktoriëntatie onvermijdelijk die echter parallel dient te lopen met de afbouw van de hoge schuldmassa. Gegeven echter de fragiele situatie is de wijze van aanpassing op korte termijn van niet minder belang. De financiële instellingen dienen hun solvabiliteit en rendabiliteit te verstevigen, maar worden tegelijk geconfronteerd met een toenemende concurrentie op de markt voor overheidsschuld. Een overheid met zeer grote financieringsbehoeften die ruimer beroep wenst te doen op de financiële markten, i.p.v. op genegotieerde plaatsingstechnieken, wordt des te gevoeliger voor de gevaren van potentiële instabiliteit t.o.v. een eventueel geschokt vertrouwen. Daarbij wordt een geordende overgang en aanpassing niet gediend door unilaterale acties met het oog op eventuele korte termijn rentevoordelen ten koste van hogere instabiliteitsrisico's.

3.3. De Europese Monetaire Unie

De Europese monetaire eenmaking vormt een noodzakelijk verlengstuk van de ene Europese financiële markt. Zij moet de wisselkoersonzekerheid die eventueel t.g.v. de vrijmaking van het kapitaalverkeer kan vergroten, opvangen. Aldus zal vnl. het algemeen rentepeil door de EMU beïnvloed worden, terwijl de specifieke effecten op de rente op overheidsschuld beperkter zijn.

Veel zal daarbij voor ons land afhangen, niet alleen van de monetaire politiek, maar ook van de begrotingspolitiek die in de Europese Monetaire Unie zal gevoerd worden. Algemeen wordt voorgehouden dat het behoud van vaste onveranderlijke wisselkoersen een strikte coördinatie van de monetaire politiek veronderstelt door een (onafhankelijke) Europese centrale bank, en zelfs een volledige éénmaking ervan ingeval van de uitgifte van één Europese munt.

De EMU versterkt de credibiliteit van de wisselkoersvastheid en tevens de prijsstabiliteit wanneer de monetaire politiek wordt overgelaten aan een onafhankelijke centrale bank die naar Duits model stabiele prijzen nastreeft. In de limiet zullen de Belgische nominale intrestvoeten voor financiële instrumenten met eenzelfde maturiteit en risico gelijk worden aan deze in de Duitse Bondsrepubliek. Een nominale renteverlaging zoals deze recentelijk werd bekomen door de sterkere koppeling van onze munt en de DEM betekent

echter niet noodzakelijk een reële vermindering van de rentelasten, omdat tegelijk de reële depreciatiewinst op de uitstaande schuld afneemt.

In de overgangsfase naar de EMU dient er echter rekening mee gehouden te worden dat het monetair beleid volledig ondergeschikt wordt aan de wisselkoersdoelstelling. Daarbij zal vooral het rente-instrument dienen gehanteerd te worden met mogelijke renteverhogingen tot gevolg. De rentepolitiek in het kader van het schuldbeleid wordt dan volledig schatplichtig aan de wisselkoerspolitiek.

Omtrent de budgettaire politiek houden sommigen het bij een grote autonomie, alleen gesanctioneerd door de marktdiscipline voor de financiering ervan. Volgens anderen volstaan de marktsancties niet. Een te lakse budgettaire politiek komt te laat en onvoldoende tot uiting in een hogere financieringskost. Bijgevolg is er expliciete coördinatie en toezicht op Europees Gemeenschapsvlak vereist. Overigens wordt het begrotingsgedrag mede bepaald door een aantal nieuwe gegevens :

Eenzijds zet de noodzakelijke beperking van de monetaire financiering aan tot meer discipline. Anderzijds wordt een lakser beleid in de hand gewerkt door :

- het verdwijnen van externe discipline in de vorm van externe onevenwichten die tot wisselmarktinterventies en een betalingsbalansherstel noopten
- de spreiding van de opwaartse druk op de reële intrestvoeten over de andere landen van de Gemeenschap
- de verwachting van solidariteit binnen de Europese Gemeenschap, zodat deze zal ter hulp snellen om schuldvalingen van lidstaten te voorkomen.

Omwille van de ongunstige overzijpelingseffecten van een laks begrotingsbeleid in een lidstaat op andere lidstaten en de politieke druk op de toekomstige Europese centrale bank om een expansievere monetaire politiek te voeren, wordt er gepleit voor coördinatie en supervisie door de Europese overheden²⁷. Ook zou men een expliciete "no bail out" clause opnemen om geen illusie te laten ontstaan dat de Europese autoriteiten in geval van nood zouden ter hulp snellen.

²⁷ COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, One market, one money, blz. 113.

Gegeven de slechtere begrotingsreputatie in het verleden opgebouwd, heeft ons land vermoedelijk weinig te winnen bij het sterker laten doorspelen van de financiële marktdiscipline. Daarentegen zal het eerder afhangen van een begrotingscoördinatie en begrotingstoezicht door de Europese instanties of de nodige geloofwaardigheid wordt opgebracht om de overblijvende effecten van inflatie- en wisselkoersrisico's op de rentevoeten uit te schakelen.

Wanneer aldus het algemeen rentepeil tussen de Europese landen wordt gelijk geschakeld, dan kunnen er nochtans verschillen blijven bestaan tussen de specifieke rentevoeten die de verschillende overheden dienen te betalen. Deze afwijkingen kunnen te wijten zijn aan :

- verschillende portfolio-risico effecten
- verschillen in de kredietwaardigheid van de overheid.

Voor ons land zullen de portfolio-diversificatiepremies verder gereduceerd worden. Het verdwijnen van de wisselkoersrisico's werkt de verdere integratie van de kapitaalmarkten in de hand. Daardoor ontstaan er meer mogelijkheden tot portefeuille-diversificatie. In de limiet worden de financiële instrumenten van de verschillende landen perfecte substituten. Op dit ogenblik reeds werkt de modernisering van de Belgische geldmarkten mede onder druk van de noodzakelijke aanpassingen in het monetaire instrumentarium reeds in die richting.

Opnieuw staan er echter vraagtekens bij de evolutie van de zgn. overheidsrisicopremies. Tot nog toe zijn deze laag gebleven om verschillende redenen :

- de overheid kan de middelen genereren voor haar intrestbetalingen via hogere belastingen
- indien de schuldsituatie niet meer houdbaar is kan men zijn toevlucht nemen tot monetaire financiering
- betalingsmoeilijkheden worden reeds in een preliminair stadium opgevangen in het kader van lange termijn contractuele relaties met de financiële instellingen.

Door de toenemende belastingcompetitie binnen het ééngemaakt Europa, en het verder verbod van monetaire financiering van begrotingstekorten, dreigen de overheidsrisicopremies toe te nemen. Ook voor geprivilegieerde relaties en incomplete contracten tussen nationale overheden en nationale financiële instellingen, zal er minder ruimte zijn nu de monetaire politiek meer en meer een Europese aangelegenheid wordt. Het wegvallen van

een niet onbelangrijk deel van inkomsten uit wisselverrichtingen - relatief belangrijker voor financiële instellingen uit kleine open economieën - zal de competitieve druk op het bankwezen in ons land verder opvoeren. De aanpassingskosten worden erdoor verzwaard met een vergroting van de hoger besproken potentiële instabiliteit van de overheidsfinanciering tot gevolg.

Wanneer de onvermijdelijke Europese context op termijn de financiering van de overheidsschuld vermag te vergemakkelijken, houdt de overgangsfase van de volgende jaren nochtans bijkomende risico's in voor de roll-over en de stabiliteit ervan. Deze gevaren van financiële instabiliteit nemen toe wanneer de EMU al te sterk zou losgekoppeld worden in de tijd van het Europese financiële integratieprogramma 1992. Het zijn ook stabiliteitsoverwegingen die de tussenstap van een strakkere binding van de BEF aan de DEM kunnen verrechtvaardigen, en niet korte termijn rentevoordelen die snel kunnen omslaan in nadelen zoals door de recente ervaringen nog maar eens werd aangetoond.

4. BESLUIT

Met een schuldenberg die tot bijna 130 procent van het BBP is opgelopen blijft de stabilisatie van het begrotingstekort en van de schuldratio uiterst gevoelig voor schokken in de economische omgeving. De hoge schuldratio houdt een permanent instabiliteitsrisico in, tast het lange termijn produktievermogen en groei van onze economie aan, en doorkruist het korte termijn stabilisatiebeleid.

Vooraf de financiële risico's verbonden aan de huidige schuldsituatie werden tot nog toe onvoldoende ingeschat. De overheid dient massaal beroep te blijven doen op de financiële markten, niet alleen voor de financiering van haar huidige begrotingstekorten, maar vooral voor de herfinanciering van haar bestaande schuld.

De opstapeling van overheidsschuld in het verleden is niet zonder gevolgen gebleven voor de werking van onze financiële markten. Deze schuldaccumulatie heeft het algemeen rentepeil ongunstig beïnvloed, en heeft ook geleid tot het verrekenen van een specifieke overheidsrisicopremie in de rente op overheidsschuld. In een land met hoge schuld is overheidspapier niet langer een risicoloos actief. Om die reden valt het positief rentever-schil dat normalerwijze bestaat tussen private schuld en publieke schuld, in ons land

heel wat kleiner uit dan in andere landen. In tegenstelling tot wat wordt voorgehouden valt deze ongunstige situatie voor de rente op overheidsschuld dan ook niet uitsluitend toe te schrijven aan reglementaire en fiscale bepalingen die een efficiënte marktwerking verstoren. Een beleid dat via een hervorming van de financiële markten mikt op lagere rentelasten voor de overheid zou dit best in rekening nemen.

Belangrijker dan de intresteffecten zijn de effecten op de werkingsmodaliteiten van de financiële markten die veroorzaakt werden door het gewicht van de overheidsschuld. Andere financiële activiteiten werden door de grote financieringsbehoeften van de overheid verdrongen. Vooral de financieringswijze van de overheid heeft een diepgaande invloed gehad op de marktwerking. Voor haar massale financieringsbehoeften maakt de overheid geen gebruik van plaatsing in de markt, maar is zij grotendeels overgegaan tot genegotieerde plaatsing bij financiële instellingen. In dit opzicht wijkt de overheidsfinanciering in ons land dan ook af van deze in de meeste andere landen, met name door het beroep op schuld in vreemde valuta, korte looptijden, en vooral door concentratie van het houderschap bij financiële instellingen.

Deze aanpassingen in de financieringswijzen worden verklaard door de indekking die zij bieden aan de financiële markten tegen het risico van tijdsinconsistent gedrag van de overheid. Dit risico zou zich kunnen voordoen wanneer in de toekomst de overheid in moeilijke budgettaire omstandigheden haar schuldverplichtingen niet volledig zou nakomen. Dergelijke situatie is niet louter theoretisch maar heeft zich overigens in België reeds enkele malen voorgedaan n.a.v. schuldherschikkingsoperaties met de financiële sector.

Bijzonder opvallend in ons land is de grote mate van intermediatie van de overheidsschuld via de financiële instellingen. Deze situatie kan best gekarakteriseerd worden als beantwoordend aan een zgn. incompleet contract dat impliciet is ontstaan tengevolge van een lange termijn debiteur-crediteur relatie tussen overheid en financiële sector. Enerzijds wordt op deze wijze de overheid verzekerd van een financiering van haar nieuwe plaatsingen, en niet minder belangrijk, van de herfinanciering van de bestaande schuld-massa. Anderzijds biedt het de financiële instellingen een waarborg tegen unilaterale maatregelen van de overheid in geval van betalingsmoeilijkheden. Deze zullen aanleiding geven tot een hernegotiatieproces in het kader van het behoud van een lange termijn (incomplete) contractuele relatie.

De genegotieerde plaatsingstechnieken en de ruimere overlegcontext waarin deze plaatsgrijpen, doen uiteraard afbreuk aan de concurrentiële en efficiënte werking van de financiële markten in België. Het is dan ook al te simplistisch de inefficiënties, segmentaties, en achterhaalde werkingsprocedures van onze financiële markten alleen toe te schrijven aan reglementaire en fiscale bepalingen of alleen de financiële instellingen daarvoor met de vinger te wijzen. De huidige inefficiënties kunnen beschouwd worden als een prijs die de overheid bereid was te betalen voor de stabiliteit van de hoge schuldenberg. Zoniet diende zij de risico's van marktplaatsing te ondergaan en de eventueel grotere risicopremies eraan verbonden te verrekenen in haar rentekosten. De kosten verbonden aan de huidige situatie kunnen best beschouwd worden als een (impliciete) verzekeringspremie die de overheid betaalt voor de stabiliteit van haar schuld.

De Belgische schuldpositie blijft erg kwetsbaar op dit ogenblik, omdat constante schuldhernieuwings hoge eisen stelt aan de kredietwaardigheid en het vertrouwen in de overheid. De stabiliteitsrisico's blijven bestaan zolang de hoge schuldenberg niet tot normale verhoudingen is teruggebracht. Een geloofwaardige politiek van schuldafbouw op termijn door een meer stringent begrotingsbeleid is dan ook een prioritaire opgave.

Inmiddels vergt de grote massa korte termijnschuld een bestendig beroep op de financiële sector voor de "roll-over" ervan. In het schuldbeheer dient daarom ook de prioriteit gegeven te worden aan de stabiliteit van de schuld, en niet aan het nastreven van korte termijn rentevoordelen voor de Schatkist. Bijgevolg moet er gestreefd worden naar een aanpassing van de maturiteitsstructuur in de richting van een verlenging van de looptijden, en naar het diversifiëren van het houderschap van de schuld door plaatsing van meer schuldtitels bij het niet-financiële publiek.

Deze grotere marktorientatie in de financiële sector wordt ook gedictieerd door de nieuwe Europese realiteiten. In een ééngemaakte financiële markt zal de overheid meer en meer moeten afstappen van marktsegmentatie en van het gebruik van genegotieerde technieken bij de plaatsing en herfinanciering van haar schuld. De tot standbrenging van één grote Europese financiële ruimte biedt betere plaatsingsmogelijkheden in meer efficiënte financiële markten met gunstige effecten voor de rentelasten. Ook de Europese Monetaire Unie houdt gunstige perspectieven in, wanneer wisselkoersrisicopremies niet langer in het algemeen rentepeil dienen verrekend te worden.

Vóór het Europees perspectief realiteit wordt, dienen echter tal van overgangsproblemen in rekening genomen te worden. Deze houden bijkomende risico's in voor de roll-over en de stabiliteit van de overheidsschuld. In de concurrentiestrijd zullen de Belgische financiële instellingen immers minder geneigd zijn om nog in dezelfde mate overheidsschuld in portefeuille te nemen, wanneer zij hun activiteiten en middelenvoorziening gaan afstemmen op deze van hun Europese concurrenten. Zolang de vrijmaking van het kapitaalverkeer in Europa niet ondersteund wordt door de EMU, dreigt de volatiliteit van de financieringsstromen verder toe te nemen. Dit risico kan inmiddels tot op zekere hoogte door de koppeling van de BEF aan de DEM worden tegengegaan, op voorwaarde dat dit harde muntbeleid ondersteund wordt door een geloofwaardige begrotings- en schuldpolitiek.

In een situatie waar de hypotheek van een precare schuldpositie van de overheid weegt op de financiële markten, is het op touw zetten van een grootscheepse financiële hervorming ongetwijfeld geen eenvoudige aangelegenheid. Hoewel laattijdig op gang gekomen is deze modernisering nochtans onvermijdelijk. De lange termijn oriëntaties van de hervormingen Maystadt staan dan ook niet ter discussie. Wel kunnen er vraagtekens geplaatst worden bij de overgangsscenario's, meer bepaald bij de timing en de modaliteiten van sommige hervormingen, zoals de overschakeling op een marktgeoriënteerde monetaire politiek en op de rechtstreekse marktplaatsing van overheidsschuld. Kan ons land zich op dit ogenblik reeds de politiek veroorloven die het wenst te voeren gegeven de massale uitstaande overheidsschuld ?

De ombuiging dreigt de verkeerde richting uit te gaan in zover zij eens te meer de prioriteit legt bij korte termijnbesparingen op rentelasten, en niet bij de stabiliteit van de schuldmassa. Men dient daarbij te beseffen dat de wijze waarop afbreuk gedaan wordt aan de traditionele genegotieerde plaatsing bij financiële instellingen ook lijkt te impliceren dat er een punt gezet wordt achter de (incomplete) lange termijn contractuele relatie tussen overheid en financiële sector.

Bij deze overschakeling gaat men er echter verkeerdelijk van uit dat het overheidspapier risicoloos is, en weigert men daarom nog langer de verzekeringspremies te betalen die de vroegere financieringswijze inhield. Weliswaar mikt men op de ruimere plaatsingsmogelijkheden in de markt geboden door institutionele beleggers en buitenlandse investeerders. In geval van een vertrouwenscrisis zullen deze nochtans de eerste zijn om hun beleggingsposities te liquideren. Aldus vergroten de variabiliteit en de risico's van de overheidsschuld. De vraag is welke terugvalspositie de overheid dan nog heeft in geval

van plaatsingsmoeilijkheden op de markt t.g.v. een of andere vertrouwenscrisis, terwijl de incomplete contractuele relatie met de financiële instellingen ogenschijnlijk werd afgebroken.

De aan de gang zijnde hervormingen van de markten voor overheidsschuld zullen dan ook slechts kunnen slagen indien zij op korte termijn rekening houden met de stabiliteitsvereisten van de schuld, meer dan met het nastreven van rentevoordelen, en indien zij op lange termijn gepaard gaan met een geloofwaardige politiek van schuldafbouw.

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

- 1976 — 1. Louis BAECK, De inflatoire groeimachine. (uitgeput)
 2. Paul DE GRAUWE, Theo PEETERS, De recente inflatie : een structureel of een monetair probleem ? (uitgeput)
- 1977 — 3. Karel TAVERNIER, Krachtlijnen voor een Belgisch stabilisatiebeleid. (uitgeput)
 4. Paul DE GRAUWE, Korporatisme en werkloosheid, (uitgeput)
 5. Paul VAN ROMPUY, Enkele structurele aspecten van de crisis. (uitgeput)
 6. Louis BAECK, Naar een nieuwe groeicyclus met een ander groeipatroon.
- 1978 — 7. Louis BAECK, Politiek verantwoordelijk handelen en socio-economisch optimum. (uitgeput)
 8. Paul DE GRAUWE, Bureaucratische controle en het economisch systeem.
 9. Paul VAN ROMPUY, Guido DE BRUYNE, De regionalisatie economisch bekeken. (uitgeput)
 10. Louis BAECK, De nieuwe internationale economische orde en haar kritische tegenhangers. (uitgeput)
 11. Theo PEETERS, Economisch federalisme : lessen uit het buitenland.
 12. Dirk HEREMANS, Economische autonomie en economische unie, krachtlijnen voor een duurzame oplossing.
- 1979 — 13. Paul DE GRAUWE, Arbeidsduurvermindering en tewerkstelling.
 14. Economisch Federalisme. (uitgeput)
 Deel I : Financiële middelen en herverdeling, Paul VAN ROMPUY, Albert VERHEIRSTRAETEN, Regionale Herverdelings- en Financieringsstromen.
 Theo PEETERS, Financiële middelenvoorziening voor gemeenschappen en gewesten.
 15. Economisch Federalisme.
 Deel II : Organisatie en bevoegdheden, Dirk HEREMANS, Verkaveling van bevoegdheden en economische unie.
 Vic VAN ROMPUY, Economisch stelsel en verdeling van bevoegdheden.
- 1980 — 16. Guy CLEMER, Karel TAVERNIER : Tewerkstelling en inkomensmatiging in België : een onvermijdelijke keuze.
 17. Louis BAECK, Lokomotief strategie : met stoom uit de Eurovalutamarkt. (uitgeput)
 18. Michel DOMBRECHT, Theo PEETERS, Sanering van de overheidsfinanciën : gevaarlijk of onvermijdelijk ?
- 1981 — 19. Paul DE GRAUWE, Marcia DE WACHTER, Productie, tewerkstelling en verdeling. Een neo-liberale benadering.

20. Louis BAECK, De jaren tachtig in perspectief. (uitgeput)
21. Paul VAN ROMPUY, Patrick VAN CAYSEELE, Raming van de geregionaliseerde lopende rekening van de overheid in 1979.
- 1981 — 22. Paul DE GRAUWE, Loonkosten, energiekosten en kapitaalkosten. België gedurende 1970-1980. (uitgeput)
23. Frans SPINNEWYN, Een verzekeringstechnische benadering van de werkloosheidsverzekering.
- 1982 — 24. Louis BAECK, Herstelbeleid, vroeger en nu.
25. Paul DE GRAUWE, Marc JANSSENS, Aanbodeconomische effecten van de belastingdruk in België.
- 1983 — 26. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Linkse en rechtse gezondheid-sindicatoren van de Belgische Economie.
27. Louis BAECK, Hoe de crisis ombuigen. (uitgeput)
28. Paul VAN ROMPUY, Maatschappelijke keuze en economische crisis.
29. Vic VAN ROMPUY, Erik SCHOKKAERT, Begrotingstekorten, Rentelasten en Openbare schulden in België. Een kijk op halflange termijn.
- 1984 — 30. Dirk HEREMANS, Hans GEEROMS, Marktsector en budgetsector in België. Grenzen aan het overheidsbeslag ?
31. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Zijn de rentelasten van de overheidsschuld ondraaglijk geworden ?
- 1985 — 32. Louis BAECK, De wonderbare wereld van de economische paradigma's. (uitgeput)
33. Paul VAN ROMPUY, Solidariteitsmechanismen in federale staten.
34. Louis BAECK, De V.S. en de E.G. : vergelijking op lange termijn.
35. Louis BAECK, Het economisch denken in het Spanje van de 16e en 17e eeuw.
36. Guido DE BRUYNE, Paul DE GRAUWE, Herverdeling van het werk en makro-economisch evenwicht.
37. Paul VAN ROMPUY, Arbeidsmarktflexibiliteit en werkloosheid.
- 1987 — 38. Paul DE GRAUWE, Anne FREMAULT, Micro- en macro-economische effectiviteit van de Belgische prijsreglementering.
39. Louis BAECK, Kentering in de westerse economie.
40. Johan MORTELMANS, Erik SCHOKKAERT, Lode BERLAGE, Robert VERTONGHEN, De economische wenselijkheid van een snelspoorverbinding door België.
41. Louis BAECK, De aandelenbeurzen, 1982-87 : het lustrum van de stier.
42. Lode BERLAGE, Dirk TERWEDUWE, Grondstoffenuitvoer van ontwikkelingslanden : machtsmiddel of struikelblok ?
- 1988 — 43. Louis BAECK, De westerse economie na de krach. (uitgeput)
44. Filip ABRAHAM, Nationale vakbonden, interprofessionele loonakkoorden en economische politiek.

45. Paul VAN ROMPUY, m.m.v. Valentijn BILSEN, 10 jaar financiële stromen tussen de gewesten in België.
46. Dirk HEREMANS, Bevoegdheidsverdeling en economische autonomie. De staatshervorming in het licht van 1992.
47. Wim MOESEN, Dirk HEREMANS, Paul VAN ROMPUY, Mark EYSKENS, Bedenkingen bij de nieuwe financieringsvoorstellen voor gewesten en gemeenschappen.
48. Vic VAN ROMPUY, Overheidstekort, overheidsschuld en economische welvaart. Toepassing op België 1947-1988.
- 1989 — 49. Lodewijk BERLAGE, België en de schulden van de Afrikaanse lage inkomenslanden.
50. Jacques DREZE, Schuld en coöperatie in de mondiale economie.
51. Paul DE GRAUWE, Milieuvriendelijke groei : utopie of werkelijkheid ?
- 1990 — 52. Paul VAN ROMPUY, Europese ankerpunten voor het belgisch begrotingsbeleid.
53. Louis BAECK, De jaren '90 : een Europees decennium.
54. Paul DE GRAUWE, Stef PROOST, Erik SCHOKKAERT, Denise VAN REGEMORTER, Het milieubeleid in Vlaanderen. Een economische visie.
55. Paul DE GRAUWE, Wim VANHAVERBEKE, Competitiviteit, oliecrisis en loonindexering.
56. Wim MOESEN, Begrotingen, beleid en beheer. Over de besparingsvoorstellen, wat ze zijn en wat ze niet zijn.