

ECONOMISCH TIJDSCHRIFT

Jaargang 8
III-2002

Nationale Bank
van België



Copyright Nationale Bank van België NV

Iedere openbaarmaking en verveelvoudiging voor
niet-commerciële doeleinden is toegestaan, mits de bron wordt vermeld.

ISSN 1371-1229

INHOUD

De hervorming van het toezicht op de financiële sector in België, uiteenzetting van de heer Guy Quaden, Gouverneur van de Nationale Bank van België, voor de Commissie Financiën van de Kamer van Volksvertegenwoordigers, op 18 juni 2002	9
Het verloop van de spaarquote in België	17
Beschouwingen bij de schuldratio van de overheid	23
Summaries of articles	35
Abstracts of the Working paper series	37

LIJST VAN AFKORTINGEN

BBP	Bruto binnenlands product
BIB	Bank voor Internationale Betalingen
BLEU	Belgisch-Luxemburgse Economische Unie
CBF	Commissie voor het Bank- en Financiewezen
CDV	Controledienst voor de Verzekeringen
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EMU	Economische en Monetaire Unie
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
EU	Europese Unie
FRA	Fiscal Responsibility Act
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de Nationale Rekeningen
NBB	Nationale Bank van België
NBER	National Bureau of Economic Research
NCB	Nationale Centrale Bank
OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

CONVENTIONELE TEKENS

–	het gegeven bestaat niet of heeft geen zin
n.	niet beschikbaar
pct.	procent
p.m.	pro memorie
r	raming
v	voorlopig

DE HERVORMING VAN HET TOEZICHT OP DE FINANCIËLE SECTOR IN BELGIË

*Uiteenzetting van de heer Guy Quaden, Gouverneur van de Nationale Bank van België,
voor de Commissie Financiën van de Kamer van Volksvertegenwoordigers,
Brussel, 18 juni 2002*

Op 10 juli 2002 heeft de Kamer van Volksvertegenwoordigers een belangrijke hervorming van het toezicht op de financiële sector aangenomen. Deze hervorming werd voorgesteld als de belangrijkste ter zake sinds de oprichting van de Bankcommissie in 1935.

Deze hervorming verleent de Nationale Bank van België een coördinerende rol in het toezicht op de financiële sector en doet het Belgische model aansluiten bij de in de meeste landen van het eurogebied geldende situatie.

De hierna volgende tekst is de uiteenzetting die door de heer Guy Quaden, Gouverneur van de Nationale Bank van België, op 18 juni 2002 gehouden werd voor de Commissie Financiën van de Kamer van Volksvertegenwoordigers.

Daarin worden de redenen toegelicht waarom de Bank van oordeel is dat dit ontwerp globaal gezien een passend antwoord biedt op de uitdagingen die de recente ontwikkelingen op de financiële markten doen rijzen.

Mijnheer de Voorzitter,
Dames en Heren Volksvertegenwoordigers,

De Nationale Bank van België verwelkomt het door de regering ingediende wetsontwerp* betreffende de hervorming van het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten. Voor de Bank is met name het hoofdstuk betreffende de coördinatie van het toezicht op de financiële sector van belang en mijn commentaren zullen derhalve vooral gaan over de institutionele regelingen die in dat hoofdstuk worden voorgesteld.

Dit ontwerp bevat heel wat andere belangrijke bepalingen die bedoeld zijn om het Belgische financiële centrum te voorzien van een wettelijk kader dat aangepast is aan de meest recente ontwikkelingen op de financiële markten. Aldus conformeert het hoofdstuk betreffende de secundaire markten voor financiële instrumenten de wetgeving aan de ontwikkelingen die zich hebben voorgedaan op de effectenmarkten (meer bepaald aan de concentratiebeweging in de handelsplatforms, die met name gestalte kreeg in de oprichting van Euronext), maar ook op het niveau van de verrekening- en vereffeningsinstellingen (zoals Clearnet en Euroclear).

* Goedgekeurd door de Kamer van Volksvertegenwoordigers op 10 juli 2002 en door de Senaat op 18 juli 2002.

Ik stel met voldoening vast dat de bevoegdheden van de Bank in het vlak van toezicht (of *oversight*) op de verrekening- en vereffeningssystemen in het wetsontwerp uitdrukkelijk worden bevestigd. Deze bevoegdheden, die nauw samenhangen met de bevoegdheden van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB) in verband met het toezicht op de betalingssystemen, vormen immers één van de bijdragen van de centrale banken tot de stabiliteit van de financiële stelsels.

De gebeurtenissen van 11 september 2001 toonden de uiterst belangrijke rol aan die de betalings-, verrekening- en vereffeningssystemen vervullen voor de goede werking van het financiële stelsel waarvan ze als het ware het kanalenstelsel zijn. Het is derhalve essentieel die systemen zodanig te ontwerpen dat het gevaar van vastlopen enerzijds of besmetting anderzijds wordt geminimaliseerd. De groeiende internationalisatie van de financiële transacties en instellingen heeft hun rol enkel nog versterkt en spoorde de centrale banken in de hele wereld ertoe aan de goede werking ervan te bevorderen.

Het feit dat ons land onderdak biedt aan enkele van de belangrijkste actoren ter wereld op het gebied van de back-office van effectentransacties, zoals Euroclear of SWIFT, noopt de Bank er reeds tal van jaren toe een baanbrekende rol te vervullen inzake het toezicht op die systemen, een rol die vandaag uitdrukkelijk erkend wordt in de wet. Deze rol concurreert niet met de bevoegdheid van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen (CBF) ten aanzien van de deelnemers aan die systemen of, in het geval van Euroclear, van de bank die ze hanteert. Beide benaderingen vullen elkaar aan. Bij de uitvoering van deze wettelijke bepalingen dienen evenwel overlappingsen te worden vermeden tussen de desbetreffende controles van de Bank en die van de CBF. Dit zou één van de taken moeten worden van het comité voor financiële stabiliteit over wiens rol ik het later nog zal hebben.

Het oversicht van de betalings- en vereffeningssystemen is echter slechts één van de bijdragen van de centrale banken tot de stabiliteit van het financiële stelsel. Hoewel er geen uniek model bestaat voor de institutionele organisatie van de controle op afzonderlijke financiële instellingen (doorgaans micro-prudentieel toezicht genoemd) en elk land verschillende regelingen hanteert die vaak veeleer voortvloeien uit historische wisselvalligheden dan uit een weloverwogen keuze, kan men niettemin vaststellen, zoals blijkt uit de toelichting bij de artikels, dat het macro-prudentiële of systemische toezicht overal toevertrouwd is aan de centrale banken.

Inderdaad, hoewel de centrale banken niet steeds belast zijn met de controle op de afzonderlijke kredietinstellingen, hebben zij toch overal als opdracht bij te dragen aan de stabiliteit van het financiële stelsel in zijn geheel. Deze functie sluit nauw aan bij hun functie van kredietgever in laatste instantie, evenals bij hun verantwoordelijkheden op het gebied van toezicht op de goede werking van de betalings- en afwikkelingssystemen.

Bovendien is het traditionele onderscheid tussen het micro-prudentiële toezicht – dat valt onder de bevoegdheid van de CBF en de Controledienst voor de Verzekeringen (CDV) – en het macro-prudentiële toezicht – dat valt onder de bevoegdheid van de Bank – aanzienlijk vervaagd tengevolge van de recente ontwikkelingen binnen het Belgische financiële stelsel. Wat op het spel staat bij de hervorming, is bijgevolg het instellen van institutionele regelingen die kunnen tegemoet komen aan de door deze ontwikkelingen gestelde uitdagingen, in het bijzonder:

- de belangrijke concentratiebeweging in de banksector, die heeft geleid tot de oprichting van een beperkt aantal grote actoren. Alhoewel er in België eind 2001 nog ongeveer

112 kredietinstellingen werkzaam waren, is het grootste gedeelte van de bancaire activiteiten geconcentreerd bij vier grote groepen: Fortis, Dexia, KBC en BBL-ING. Deze groepen verlenen ongeveer 79 pct. van alle binnenlandse kredieten en verzamelen eveneens ongeveer 76 pct. van alle binnenlandse cliëntendeposito's. Het gezamenlijke balanstotaal van deze vier groepen bedraagt nu ongeveer 80 pct. van de totale activa en passiva van de Belgische banksector, tegenover een marktaandeel van slechts 43 pct. in 1995;

- deze concentratiebeweging ging gepaard met een belangrijke diversificatie van de activiteiten van de banksector onder meer via de vorming van bankverzekeringsgroepen. Alle grote Belgische banken hanteren momenteel een strategie waarin het bankverzekeringconcept centraal staat en schakelen hun kantorennetwerken in bij de distributie van verzekeringsproducten. Zo stond, volgens de Belgische Beroepsvereniging van Verzekeringsondernemingen, de banksector in 2000 in voor de distributie van ongeveer 40 pct. van alle verzekeringscontracten terwijl dit in 1994 slechts voor 10 pct. het geval was. Het aandeel van de bancaire netwerken bij de verdeling van individuele levensverzekeringcontracten liep in 2000 zelfs op tot ongeveer 70 pct.;
- een derde belangrijke ontwikkeling in het Belgische financiële landschap wordt tot slot gevormd door de geleidelijke evolutie van een financieel stelsel waarin de bancaire intermediaatied een overwicht had naar een financieel stelsel waarin de intermediaatied via de institutionele investeerders of de financiële markten een grotere rol zal gaan spelen. Deze trend tot bancaire desintermediaatied is in België vooral merkbaar aan de passivazijde van de bankbalansen. Een analyse van de financiële activa van particulieren toont inderdaad aan dat het deel van deze activa dat wordt aangehouden onder de vorm van zicht- en spaardeposito's terugviel van 38 pct. eind 1995 tot ongeveer 26 pct. eind 2001. Deze scherpe terugval werd gecompenseerd door een stijging van de financiële activa onder de vorm van aandelen in beleggingsfondsen en tegoeden bij pensioenfondsen en verzekeraars. De desintermediaatied aan de activazijde van de bankbalansen blijft vooralsnog achter bij de ontwikkelingen in de Angelsaksische landen wat onder meer tot uiting komt in de relatief lage beurskapitalisatie van de Belgische beurzen (eind 1999 een beurskapitalisatie ter waarde van ongeveer 77 pct. van het BBP in België ten opzichte van 193 pct. in de Verenigde Staten en 90 pct. in de eurozone) en het beperkte aantal uitgiftes van schuldpapier door Belgische ondernemingen.

De recente evoluties in de financiële sector, en meer bepaald de grotere risicodiversificatie die zij mogelijk hebben gemaakt, hebben de kans op een individuele insolventie wellicht doen afnemen. De waarschijnlijkheid dat een dergelijke insolventie een systemisch karakter vertoont is integendeel toegenomen.

Het feit dat België, in tegenstelling tot de meeste omliggende landen, geen noemenswaardige crisis heeft gekend in de afgelopen twee decennia, mag dan ook niet leiden tot zelfgenoegzaamheid, want het risicoprofiel van de Belgische financiële sector verschilt vandaag de dag sterk van het vroegere risicoprofiel.

Deze ontwikkelingen zijn echter niet eigen aan België alleen. Zij hebben de Europese Centrale Bank (ECB) ertoe gebracht te pleiten voor een verhoogde betrokkenheid van alle nationale centrale banken (NCB's) van het eurogebied bij het micro-prudentiële toezicht. Als gevolg van hun dubbele hoedanigheid van nationale instellingen en volwaardige leden van het ESCB, zijn de NCB's immers in staat de nodige coördinatie van het toezicht op Europees niveau te verzoenen met het behoud van de nabijheid tussen de micro-prudentiële toezichthouders en de financiële instellingen, die noodzakelijk is om te verzekeren dat met de lokale eigenheid rekening wordt gehouden.

De overdracht van de verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid aan de Raad van Bestuur van de ECB heeft bovendien tot gevolg gehad dat het klassieke argument volgens hetwelk de bundeling binnen één en dezelfde instelling van de monetaire en prudentiële functies zou kunnen leiden tot belangenconflicten, onderuit is gehaald, tenminste voor wat betreft de NCB's van het eurogebied. Terwijl de verantwoordelijkheid voor de monetaire-beleidsvoering werd overgedragen aan het communautaire niveau, blijven het micro-prudentiële toezicht en de functie van kredietgever in laatste instantie nationale bevoegdheden, wat inhoudt dat de kostprijs van een eventuele faling ten laste valt van de nationale belastingbetaler.

Het is derhalve van belang te streven naar een zo stevig mogelijke ontwikkeling van de eerste verdedigingslinies, met name de prudentiële regelgeving en het micro-prudentiële toezicht en, meer in het algemeen, de preventieve maatregelen die het minder waarschijnlijk maken dat herstelmaatregelen moeten worden toegepast. Als kredietgever in laatste instantie en dus als laatste toevlucht vóór een beroep wordt gedaan op de belastingbetaler, kan de Bank er geen genoegen mee nemen een crisissituatie af te wachten alvorens zich te interesseren voor de goede gezondheid van de individuele financiële instellingen.

Uit een recente studie over het toezicht op de financiële diensten in de OESO* blijkt dat – ondanks de aantrekkingskracht van het Engelse model met één enkele toezichthouder, die tegelijkertijd verantwoordelijk is voor het toezicht op de banken, de beleggingsondernemingen en de verzekeringsondernemingen, en die volledig gescheiden is van de centrale bank – de recente hervormingen in een groot deel van de Europese landen (Duitsland, Oostenrijk, Frankrijk, Ierland, Nederland) alle in de richting gaan van het behoud of zelfs de versterking van de banden tussen de toezichthoudende autoriteit en de centrale bank. In de meeste gevallen sluit dit een toenadering tussen de verschillende toezichthouders trouwens niet uit.

Volgens die studie was in 1999, op basis van een staal van 123 landen, de rechtstreekse betrokkenheid van de centrale bank bij het micro-prudentiële toezicht op de banken een algemene regel die in 72 pct. van de gevallen wordt bevestigd. In 51 pct. van het gehele staal bleven de bevoegdheden van de centrale bank beperkt tot het toezicht op de banken. In 13 pct. van de gevallen combineerde de centrale bank haar bevoegdheden als toezichthouder van de banken met de controle op de verzekeringsondernemingen. In 6 pct. van de gevallen was ze bevoegd voor het toezicht op zowel de banken als de beleggingsondernemingen, en in 2 pct. van de gevallen, ten slotte, oefende ze terzelfder tijd toezicht uit op de banken, de verzekeringsondernemingen en de beleggingsondernemingen.

Ook in de Verenigde Staten werd gekozen voor een toenemende betrokkenheid van de centrale bank bij het prudentiële toezicht, naar aanleiding van de hervorming van de *Glass Steagall Act*, een hervorming die de hinderpalen wegnam voor de oprichting van financiële conglomeraten die actief zijn in het bankwezen, de verzekeringen en de beleggingsdiensten. Bij die gelegenheid werden de bevoegdheden van de *Federal Reserve* in het vlak van prudentiële controle op de banken bevestigd en zelfs uitgebreid tot het toezicht op de *financial holding companies*, via welke de Amerikaanse financiële instellingen actief mogen zijn in de drie sectoren.

* OESO, Financial Market Trends, april 2002.

De *Federal Reserve* heeft haar betrokkenheid bij het micro-prudentiële toezicht vaak gewettigd met de bewering dat ze anders niet in staat zou zijn geweest crisissen op te vangen zoals het bankroet van het hefboomfonds LTCM, de gevolgen van de gebeurtenissen van 11 september of de opeenvolgende crisissen in de opkomende landen: Argentinië (2001), Brazilië (1999), Rusland (1999), Zuidoost-Azië (1997) en Mexico (1994). Gelet op de toenemende complexiteit van het mondiale financiële landschap vergt het beheersen van crisissituaties immers een diepgaande kennis van de werking van de financiële instellingen en van hun onderlinge interacties, maar ook van de wisselwerking tussen financiële en niet-financiële instellingen en tussen de markten.

Crisisbeheersing vereist derhalve niet alleen een goede kennis van de situatie van de individuele financiële ondernemingen, maar ook van de infrastructuur in het vlak van betalings- en vereffenings-systemen en van de potentiële weerslag van de crisis op de reële economie, twee gebieden die behoren tot de *core business* van centrale banken. Het is immers onontbeerlijk een zo volledig mogelijk beeld te hebben van de situatie en te kunnen beschikken over de meest uiteenlopende expertises, zowel op juridisch vlak (vooral inzake faillissementsrecht) en wat de boekhouding betreft, als op economisch (met name voor macro-economische en macro-prudentiële analyses) en financieel gebied (kennis van de markten en de financiële technieken).

Dit is ook waarom het wetsontwerp de drie instellingen verplicht om samen te werken en aan de Bank een coördinerende rol inzake de prudentiële controle toewijst. Zelfs al behoudt elke sector zijn specificiteiten, de hergroepering van de controle-autoriteiten maakt het mogelijk om een globaal beeld te krijgen van de door zulke groepen gelopen risico's. Dit is in het bijzonder belangrijk om de risicotransfers tussen de verschillende onderdelen van een financiële groep te kunnen inschatten, zeker wanneer zij tot diverse sectoren behoren die aan een verschillende reglementering onderhevig zijn en waartussen aldus een zekere vorm van reglementaire arbitrage plaats zou kunnen vinden. Een dergelijke hergroepering is in het bijzonder in België pertinent omdat de belangrijkste Belgische financiële groepen allemaal een strategie hanteren waarin het bankverzekeringsconcept een belangrijke plaats inneemt.

Het wetsontwerp heeft desalniettemin voor een andere aanpak geopteerd dan de recente hervormingen van de prudentiële controle in onze buurlanden, aangezien de Bank geen rechtstreekse rol in de operationele aspecten van de micro-prudentiële controle wordt toegewezen. Deze laatste blijft de exclusieve verantwoordelijkheid van de CBF en de CDV.

Het wetsontwerp compenseert deze afwezigheid van een directe betrokkenheid van de Bank in de operationele aspecten van de micro-prudentiële controle echter door een institutionele toenadering tussen de CBF, de CDV en de Bank en door een coördinerende rol inzake de prudentiële controle aan de Bank toe te kennen. De onderliggende doelstelling hiervan is enerzijds de toegang van de Bank te verzekeren tot informatie over de individuele instellingen die noodzakelijk is bij de uitoefening van haar taken en anderzijds te garanderen dat rekening wordt gehouden met de macro-prudentiële dimensie bij de uitoefening van de micro-prudentiële controle. In een land met de omvang van België, is het bovendien belangrijk zoveel mogelijk synergieën te kunnen ontwikkelen door het bijeenbrengen van de middelen die door de verschillende controle-instellingen aan het vrijwaren van de stabiliteit van het financieel systeem worden toegewezen.

De groeiende complexiteit van de activiteiten en de structuur van de grote gediversifieerde financiële groepen vereisen immers het bijeenbrengen van een palet van meer en meer gespecialiseerde

en gevarieerde deskundigheden maar ook de versterking van de relaties tussen de micro- en macro-prudentiële autoriteiten.

Die deskundigheden zijn schaars, en zowel de Bank als de CBF en de CDV hebben er alle belang bij hun per definitie beperkte middelen te verenigen om een optimale inbreng te kunnen leveren aan de werkzaamheden van de vele internationale organisaties die instaan voor het vastleggen van de nieuwe internationale standaarden inzake het prudentiële toezicht. Als lid van de G10 kan België niet enkel deelnemen aan het uitwerken van de Europese richtlijnen in de sector van de financiële diensten en aan het macro-prudentiële werk in het kader van het Comité voor het banktoezicht van het ESCB, maar eveneens aan de werkzaamheden van het Bazelse Comité voor het banktoezicht, dat zich bezighoudt met het opstellen van de mondiale standaarden inzake het toezicht op de banken.

Dat bevoorrechte statuut – momenteel zijn immers slechts negen lidstaten van de Europese Unie in het Bazelse Comité vertegenwoordigd – is eveneens nauw verbonden met de positie van de Bank als medeoprichter en belangrijk aandeelhouder van de Bank voor Internationale Betalingen (BIB). Het is trouwens de BIB die instaat voor het secretariaat en de huisvesting van het Bazelse Comité, dat in 1974 werd opgericht door de centrale-bankpresidenten van de G10, en aan wie het verder verslag uitbrengt, net als een aantal andere comités van centrale bankiers van de G10, zoals het *Committee on Payment and Settlement Systems* of het *Committee on the Global Financial System*.

Die situatie is een belangrijke troef voor het Belgische financiële stelsel, aangezien onze vertegenwoordigers binnen het Bazelse Comité en zijn vele werkgroepen op die manier de normen kunnen beïnvloeden zodat rekening wordt gehouden met de specifieke Belgische context. Er zijn echter niet voldoende middelen om aan alle werkzaamheden deel te nemen.

Bovendien wordt er vaak dubbel werk geleverd, vermits België soms binnen dezelfde organisatie door meerdere mensen wordt vertegenwoordigd. Hoewel dat nu en dan gerechtvaardigd is, wanneer er uiteenlopende deskundigheden worden vereist, zijn er in een aantal gevallen synergieën mogelijk.

Niet enkel het zoeken naar synergieën, maar ook het samenbrengen van bepaalde functies zou zowel de Bank als de CBF of de CDV in staat moeten stellen middelen te vinden om hun respectieve opdrachten beter te vervullen. Het zou eveneens moeten bijdragen tot het bevorderen van de samenwerking tussen de drie instellingen. De bundeling van functies zou bijgevolg verder moeten gaan dan de ondersteunende functies zoals informatica en het human-resourcesbeleid; ze zou moeten gelden voor alle functies behalve de eigenlijke toezichtfuncties, bijvoorbeeld de internationale samenwerking, het prudentiële beleid, de macro-prudentiële analyses en de juridische studies.

De aan de Bank toegewezen coördinerende rol zal eveneens tot uiting komen in de deelname van meerdere leden van haar directiecomité aan de beslissingsorganen van de CBF en de CDV, waarin ze echter in persoonlijke hoedanigheid zitting zullen hebben. Ze zullen er hun deskundigheid op het macro-economische en macro-prudentiële vlak ter beschikking stellen en ervoor zorgen dat de Bank zo snel mogelijk op de hoogte wordt gebracht bij een crisis in een financiële instelling.

De coördinatie zal ook worden versterkt door de invoering van een institutioneel overkoepelend systeem in de vorm van een *Overheid der financiële diensten*, die twee organen omvat, die door de Gouverneur van de Bank zullen worden geleid.

Het eerste is het Comité voor financiële stabiliteit dat de aangelegenheden in het gemeenschappelijke belang van de drie instellingen zal behartigen, zoals onder meer de stabiliteit van het financiële stelsel, het crisisbeheer en de interactie tussen het oversight op de betalings- en vereffeningssystemen en het prudentiële toezicht. Het comité zal bestaan uit de leden van de drie directiecomités en zou eveneens moeten instaan voor het beheer van de gemeenschappelijke functies, inbegrepen het personeel dat daaraan meewerkt.

Het tweede is de Raad van toezicht van de Overheid der financiële diensten, die zal zijn samengesteld uit de leden van de raden van toezicht van de CBF en de CDV en de leden van de Regentenraad van de Bank. Die nieuwe raad zal, op vraag van de betrokken ministers of op eigen initiatief, advies verstrekken over aangelegenheden inzake organisatie, werking en coördinatie van het functioneren van de financiële markten en de financiële instellingen. De raad zal eveneens de dialoog organiseren tussen de CBF, de CDV en de Bank.

Deze institutionele structuur lijkt misschien nodeloos ingewikkeld. Ze beantwoordt echter aan een even complexe realiteit die bovendien voortdurend in beweging is. Uit het rechtsvergelijkend onderzoek in de hierboven vermelde studie van de OESO blijkt bovendien dat de institutionele regelingen in het buitenland niet eenvoudiger zijn, wel integendeel, en dat zelfs in de landen waar een enkele toezichthouder werd aangesteld.

Dankzij deze diverse regelingen zou de institutionele organisatie van het bedrijfseconomische toezicht in België in overeenstemming moeten kunnen worden gebracht met de situatie die bestaat op het niveau van het Eurosysteem, waarin ons land – samen met het Groothertogdom Luxemburg – de landen waren waar de banden tussen de centrale bank en de micro-prudentiële toezichthouders tot op heden het minst strak waren.

Het is inderdaad belangrijk dat de institutionele organisatie van het toezicht in België zo nauw mogelijk aansluit bij de meest gangbare situatie in de landen van de eurozone. Dit zou de samenwerking in Europees verband, die onder meer in het kader van het Banking Supervision Committee van het ESCB plaats vindt, vergemakkelijken. Bovendien zou dit een eventuele latere integratie van de nationale structuren op Europees niveau vereenvoudigen.

Behalve de verwachte voordelen inzake stabiliteit van het financiële stelsel, zouden deze nieuwe regelingen ook meer rechtstreeks ten goede moeten komen aan de gecontroleerde ondernemingen, in die zin dat de kwaliteit van het institutionele kader een steeds belangrijker factor is in de evaluatie van het risicoprofiel van de financiële ondernemingen door de markten en de ratingagentschappen.

Het hoeft dan ook niet te verbazen dat het wetsontwerp gunstig werd onthaald door de ECB, aan wie het voor advies werd voorgelegd, vermits het beantwoordt aan de door haar geuite wens dat alle NCB's van het Eurosysteem nauwer zouden worden betrokken bij het micro-prudentiële toezicht. De ECB heeft echter gevraagd dat een aantal verduidelijkingen zouden worden aangebracht aan de tekst, zodat kan worden gegarandeerd dat de bepalingen van het Verdrag, in het bijzonder die met betrekking tot de onafhankelijkheid van de centrale banken, worden nageleefd. De tekst werd in die zin aangepast. Vermits het echter nodig zou kunnen blijken een aantal zaken te regelen via Koninklijk Besluit, met name ingeval van onvermogen om tussen de drie instellingen een akkoord te bereiken inzake samenvoeging van activiteiten, heeft de ECB gevraagd de eventuele uitvoeringsbesluiten

eveneens aan haar voor te leggen, zodat zij kan onderzoeken of zij in overeenstemming zijn met de bepalingen van het Verdrag die betrekking hebben op het ESCB.

Samengevat beoogt het wetsontwerp de verzoening tussen de noodzaak om institutionele regelingen in te voeren die het hoofd kunnen bieden aan de uitdagingen gesteld door de recente ontwikkelingen van het financiële stelsel, en de handhaving van de operationele autonomie van de micro-prudentiële toezichthouders met het oog op het behoud van de continuïteit. Dit zal ook bijdragen tot de vrijwaring van de eigenheid van banken, verzekeraars en andere financiële instellingen. Het is nu van essentieel belang dat deze institutionele regelingen, die erop gericht zijn de coördinatie van het prudentiële toezicht aan de Bank toe te vertrouwen, op het terrein werken.

HET VERLOOP VAN DE SPAARQUOTE IN BELGIË

Het belang van het particuliere sparen was gedurende lange tijd één van de specifieke kenmerken van de Belgische economie. Hoewel een dergelijk structureel kenmerk van het ene jaar op het andere wellicht niet fundamenteel kan veranderen, kan het op de middellange termijn toch ingrijpende wendingen nemen. Daarom leek het opportuun om, naar aanleiding van de publicatie, door het Instituut voor de Nationale Rekeningen (INR), van nieuwe sectorale rekeningen voor de periode 1985-2000, het verloop, tijdens de afgelopen vijftien jaar, van de spaarquote van de particulieren in België summier te analyseren.

1. VERLOOP VAN DE SPAARQUOTE VAN DE PARTICULIEREN

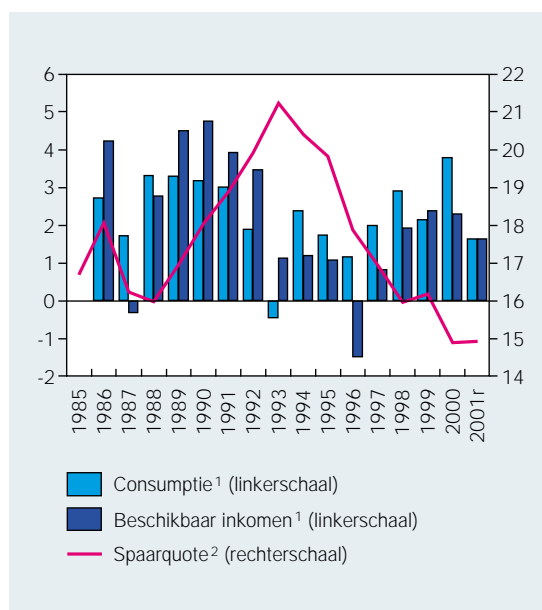
Tussen 1985 en 1988 gaf de spaarquote van de Belgische particulieren een schommelend verloop te zien, nadien vertoonde ze twee tegengestelde fasen. Tijdens de eerste fase verruimde het aandeel van het sparen in het beschikbare inkomen¹ met één procentpunt per jaar, nl. van 16 pct. in 1988 tot een piek van 21,2 pct. in 1993. Vervolgens is de spaarquote gedaald, gemiddeld beschouwd bijna even snel, hoewel minder regelmatig, tot 14,9 pct. in 2000. Volgens de ramingen van de Bank zou zij in 2001 stabiel zijn gebleven.

¹ In dit artikel wordt de spaarquote gedefinieerd als de verhouding tussen het sparen, met andere woorden het niet-geconsumeerde gedeelte van het beschikbare inkomen, enerzijds, en het beschikbare inkomen zelf, anderzijds. Het hier gehanteerde begrip «sparen» is een «bruto»-begrip, vermits het verbruik van vast kapitaal niet in mindering wordt gebracht. Bovendien worden de correcties voor de wijzigingen in de rechten op de pensioenfondsen, die in de nationale rekeningen in een specifieke rubriek worden ondergebracht, in dit artikel bij het sparen opgenomen, en niet bij het beschikbare inkomen; zij hebben echter slechts een te verwaarlozen impact op de spaarquote.

² 1995 is het referentiejaar dat door alle lidstaten van de EU wordt gebruikt voor de opstelling van de nationale rekeningen volgens de methodologie van het ESR1995. De «retropolaties» die het mogelijk moeten maken om vóór die datum rekeningen op te stellen, zijn nog maar voor enkele lidstaten beschikbaar.

Als gevolg van die daling bevond de spaarquote in België zich in 2001 op een niveau dicht in de buurt van het gemiddelde van het eurogebied, terwijl zij er in 1995 ruim 2 procentpunten boven uitsteeg. Zij bleef echter het gemiddelde van de Europese Unie (EU) overschrijden, meer bepaald vanwege de lage quote in het Verenigd Koninkrijk. In de landen van de EU is de spaarquote sedert 1995² het sterkst teruggelopen in Italië (met 7,3 procentpunten), het land met op dat ogenblik de hoogste spaarquote van het eurogebied. Ook in Oostenrijk, Spanje en het Verenigd Koninkrijk ging zij er uitgesproken op achteruit, terwijl zij in Griekenland, Frankrijk en Portugal lichtjes in de hoogte ging. Algemeen beschouwd, kwamen de verschillende spaarquotes dicht in de buurt van het gemiddelde van de Unie.

GRAFIEK 1 – SPAARQUOTE, CONSUMPTIE EN BESCHIKBAAR INKOMEN VAN DE PARTICULIEREN



Bronnen: INR, NBB.

¹ Veranderingspercentages tegen vaste prijzen.

² Procenten van het beschikbare inkomen.

TABEL 1 – INTERNATIONALE VERGELIJKING VAN DE SPAARQUOTE VAN DE PARTICULIEREN*(procenten van het beschikbare inkomen)*

	1995	2001 r	Wijzigingen (procentpunten)
Eurogebied	17,5	15,0	-2,5
waarvan:			
Nederland	21,0	17,2	-3,8
Griekenland	16,3	16,9	+0,6
Frankrijk	15,9	16,5	+0,6
Duitsland	16,6	15,9	-0,7
Italië	22,6	15,3	-7,3
België	19,8	14,9	-4,9
Portugal	12,1	13,7	+1,6
Ierland	—	13,1	—
Finland	11,3	9,9	-1,4
Spanje	14,5	9,5	-5,0
Oostenrijk	15,7	9,5	-6,2
Europese unie	16,2	13,0	-3,2
waarvan:			
Zweden	13,0	9,7	-3,3
Denemarken	7,0	6,4	-0,6
Verenigd Koninkrijk	10,2	5,4	-4,8
Verenigde Staten	—	1,7	—

Bronnen: EC, NBB.

Eerst steeg de spaarquote in België tijdens een periode waarin het reële beschikbare inkomen fors toenam, nl. tot om en nabij 4,5 pct. in 1989 en 1990. Dat had te maken met de hoogconjunctuur en de belastinghervorming. De spaarquote bleef echter stijgen tot in 1993, terwijl de koopkracht van de particulieren trager ging groeien. Tijdens de fase waarin de spaarquote erop achteruitging, nam het reële beschikbare inkomen eerst gematigd toe, nl. met gemiddeld 0,4 pct. per jaar tussen 1994 en 1997 als gevolg van de implementatie van het globaal plan inzake loonmatiging en sanering van de overheidsfinanciën; nadien trok de groei van het beschikbare inkomen aan tot ongeveer 2,4 pct. in 1999 en 2000.

Uit wat voorafgaat, blijkt dat er geen eenduidig verband bestaat tussen het verloop op de middellange termijn van de spaarquote en de groei van het beschikbare inkomen. Doorgaans vertoont

de consumptie minder scherpe bewegingen dan het inkomen: tijdelijke forse versnellingen of vertragingen van dit laatste komen slechts ten dele tot uiting in het uitgavenverloop aangezien het sparen als schokdemper fungeert. Op de middellange termijn doet dit afvlakkingsfenomeen zich echter niet voor.

2. INKOMENSVERLOOP OP DE MIDDELLANGE TERMIJN EN IMPACT VAN DE VOORUITZICHTEN INZAKE OVERHEIDSFINANCIËN EN WERKGELEGENHEID

Al trachten de particulieren hun consumptiegedrag niet al te sterk te laten beïnvloeden door onregelmatige en tijdelijke schommelingen in

hun lopend inkomen, zij bepalen hun consumptie voornamelijk op basis van hun inkomensvoorzichten. Zo zal een verwachte stijging of daling van de toekomstige inkomens in aanmerking worden genomen bij het bepalen van het uitgavniveau over de hele tijdshorizon, en niet alleen op het ogenblik dat die wijzigingen zich effectief voordoen.

Op het individuele vlak, vertonen de verwachte toekomstige inkomens, hoewel zij onzekerheden bevatten, meestal een typisch profiel: een geleidelijke stijging tijdens het beroepsleven, gevolgd door een aanmerkelijke daling op het ogenblik van de pensionering.

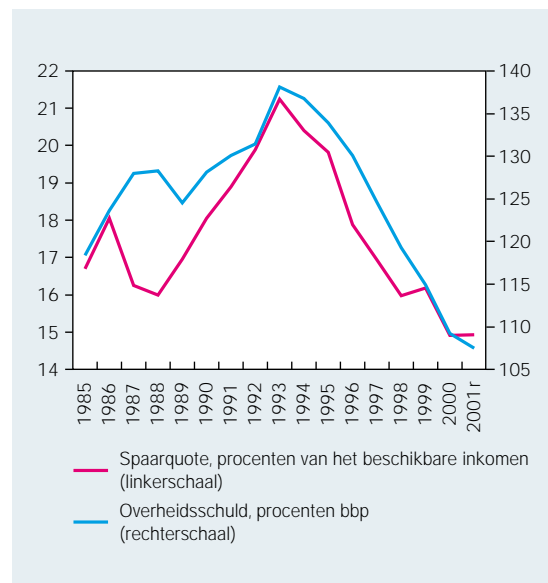
Verskillende macro-economische factoren kunnen een invloed uitoefenen op de inkomensverwachtingen. De algemene economische situatie en vooruitzichten beïnvloeden het vertrouwen van de consumenten zodat deze laatste, op de middellange termijn, hun toekomstige inkomens meer of minder positief gaan inschatten. Die beoordeling hangt met name af van de verwachte situatie op de arbeidsmarkt vermits de lonen en salarissen de belangrijkste primaire inkomensbron vormen. Het is trouwens bewezen dat er een verband bestaat tussen het consumentenvertrouwen en het werkloosheidscijfer. Het beschikbaar inkomen van de particulieren wordt overigens ook bepaald door de aan de overheid gestorte of van de overheid ontvangen netto-overdrachten.

De dynamiek van de overheidsfinanciën speelt dus een belangrijke rol bij het bepalen van de spaarquote van de particulieren. Die rol komt tot uiting via het verloop van de overheidsschuld. Volgens het zogeheten Ricardiaanse equivalentietheorema¹, anticipeert de rationele consument

op een daling van zijn toekomstige inkomens in geval van een trendmatige schuldtoename, overwegende dat de overheid de belastingen zal moeten verhogen² teneinde de schuld te kunnen terugbetalen. Om die reden schreeft de consument zijn uitgaven onmiddellijk terug. Volgens deze redenering zou, bij overigens gelijkblijvende omstandigheden, een toename van de overheidsschuld dus een vermindering van de consumptie en een stijging van de spaarquote met zich brengen. Wanneer, omgekeerd, de overheidsschuld duurzaam wordt gereduceerd, verwachten de consumenten op termijn een verlichting van de fiscale druk en anticiperen zij op toekomstige inkomens die fors zullen groeien dan het onmiddellijk beschikbare inkomen. In dat geval zou de consumptie wellicht sneller stijgen dan het beschikbare inkomen, en zou de spaarquote een neerwaartse tendens laten optekenen.

Zoals blijkt uit het parallelle verloop van de overheidsschuld, uitgedrukt in procenten bbp, en de spaarquote van de particulieren, ook op het ogenblik dat beide een hoogtepunt bereikten, heeft het Ricardiaanse equivalentietheorema tijdens de

GRAFIEK 2 – SPAARQUOTE VAN DE PARTICULIEREN EN OVERHEIDSSCHULD



Bronnen: INR, NBB.

¹ Dit principe wordt meer gedetailleerd toegelicht in het artikel *Beschouwingen bij de schuldratio van de overheid*, dat eveneens in dit Tijdschrift is opgenomen.

² Of haar uitgaven zal moeten terugdringen, onder meer de aan de particulieren gestorte overdrachten in het kader van de socialezekerheidsmechanismen of de bezoldigingen van de ambtenaren, wat op het inkomen van de particulieren hetzelfde effect sorteert als een belastingverhoging.

afgelopen vijftien jaar in België gespeeld. De Belgische overheidsschuld is sedert het begin van de jaren zeventig immers continu aangegroeid tot een piek van 138,1 pct. bbp in 1993; enkel in 1989 werd die tendens gedurende korte tijd onderbroken. Vervolgens is de schuldratio onafgebroken en geleidelijk gedaald; in 2001 is zij gezakt tot 107,7 pct. bbp.

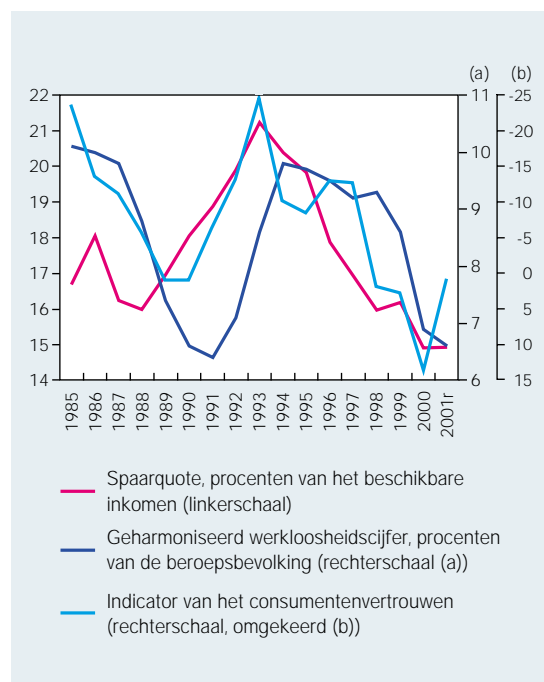
De reeds verschillende jaren aan de gang zijnde consolidatie van de overheidsfinanciën heeft de in 2001 aangekondigde hervorming van de personenbelasting, waarvan de tenuitvoerlegging naar verwachting gespreid zal zijn over de periode 2002-2006, mogelijk gemaakt. Voor zover geanticipeerd is op de verlichting van de fiscale druk, zal die hervorming slechts een beperkt additioneel effect sorteren op de consumptie. Zij zal daarentegen het lopende beschikbare inkomen effectief doen toenemen, ten bedrage van de stapsgewijze fiscale verlichtingen. Op de korte termijn zou de tenuitvoerlegging ervan derhalve kunnen leiden tot een tijdelijke stijging van de spaarquote. Voor zover de schuld evenwel blijft teruglopen, zouden de particulieren op nieuwe belastingverminderingen kunnen anticiperen, waardoor de spaarquote opnieuw zou dalen.

De wijze waarop de particulieren hun toekomstige inkomens inschatten, wordt ook bepaald door hoe zij de ontwikkelingen in de economische omgeving beoordelen. Die beoordeling wordt samengebracht in de indicator van het consumentenvertrouwen, en hangt nauw samen met de verwachte situatie op de arbeidsmarkt. Het staat trouwens vast dat het verloop van het consumentenvertrouwen sterk negatief gecorreleerd is met dat van het werkloosheidscijfer: hoe geringer dat cijfer, des te steviger het vertrouwen. Dit laatste reageert echter sneller op een ingrijpende conjuncturele ommezwaai vermits de werkgelegenheid zich doorgaans nogal traag aanpast aan de algemene economische situatie.

De situatie op de arbeidsmarkt kan, via twee kanalen, de wijze beïnvloeden waarop de

particulieren hun toekomstige inkomens inschatten. Om te beginnen, sorteert een toename van de werkloosheid een rechtstreeks effect op het huidige en toekomstige inkomen van hen die hun baan verliezen. Vervolgens, en meer algemeen, drukt een als duurzaam beschouwde verslechtering van de situatie op de arbeidsmarkt de vooruitzichten inzake de toekomstige inkomens van het geheel van de particulieren: de werklozen zijn minder optimistisch over hun kansen om (opnieuw) werk te vinden en de werkenden interpreteren de stijging van het werkloosheidscijfer als een verhoging van het risico om het hunne kwijt te raken. Derhalve worden de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige inkomens voor de hele bevolking neerwaarts herzien, waardoor de consumptie gaat dalen, ook al verandert er niets aan het huidige inkomen; per saldo stijgt de spaarquote. *Mutatis mutandis*, zijn de reacties tegengesteld ingeval het werkloosheidscijfer daalt.

GRAFIEK 3 – SPAARQUOTE VAN DE PARTICULIEREN, WERKLOOSHEIDSCIJFER EN CONSUMENTENVERTROUWEN



Bronnen: EC, INR, NBB.

Het consumentenvertrouwen en de spaarquote van de particulieren hebben op de lange termijn beschouwd een tegengesteld verloop laten optekenen. Het eerstgenoemde, bijvoorbeeld, brokkelde tussen 1990 en 1993 onophoudelijk af tot een bijzonder laag peil, terwijl de spaarquote zich op dat ogenblik op haar hoogste punt bevond. Nadien kregen de gezinnen trendmatig meer vertrouwen, en na een bijna stabilisatie omstreeks de helft van de jaren negentig bleek dat vertrouwen in 2000 zeer stevig.

Het verloop van het werkloosheidscijfer en dat van de spaarquote van hun kant waren in België van 1985 tot 2001 positief gecorreleerd. Het verband tussen de beide variabelen lijkt echter iets minder strak dan dat tussen de spaarquote en de overheidsschuld of het consumentenvertrouwen, voornamelijk omdat de kentering in het verloop van het werkloosheidscijfer zich ietwat later voordeed dan die in het verloop van de spaarquote. Tijdens de beschouwde periode bereikte het geharmoniseerde werkloosheidscijfer immers zijn laagste peil in 1991, nl. 6,4 pct. van de beroepsbevolking. Vervolgens ging dat cijfer geleidelijk weer stijgen tot 9,8 pct. in 1994. De ommekeer in het verloop van het werkloosheidscijfer volgde met een vertraging van drie jaar op die van de spaarquote in het eerste geval, en met een vertraging van een jaar in het tweede geval. In 2001 is het werkloosheidscijfer opnieuw gezakt tot 6,6 pct.

3. ONTWIKKELING VAN HET VERMOGEN EN WELVAARTSEFFECT

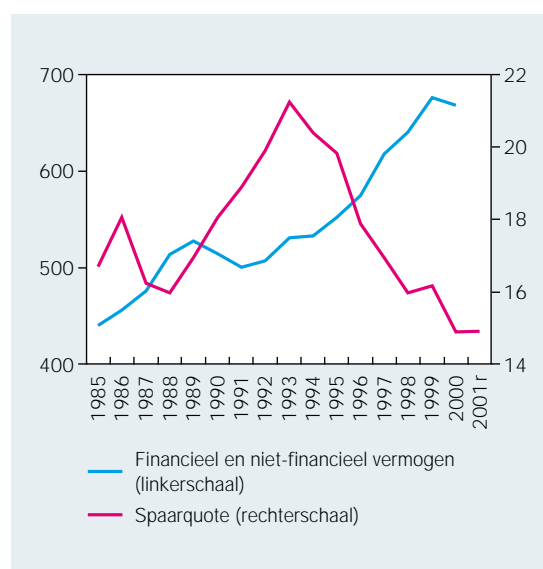
Het vermogen van de particulieren is een reserve die kan worden aangesproken om na het beroepsleven een zeker consumptieniveau aan te houden, met andere woorden als het beschikbare inkomen minder ruim wordt, maar die ook op om het even welk ander ogenblik kan worden geconsumeerd. Sommige gebeurtenissen

kunnen de waarde van het vermogen van het geheel der particulieren beïnvloeden en, derhalve, de spaarquote en de consumptie. Zo duidt men met de term welvaartseffect het verband aan tussen het vermogen en de consumptie, en vooral de impact, op de consumptie, van (forse) wijzigingen in de prijzen van de activa waaruit het vermogen is samengesteld. Men gaat er in principe van uit dat een waardevermeerdering van het vermogen, bijvoorbeeld als gevolg van een stijging van de beurskoersen, bij een ongewijzigd beschikbaar inkomen tot een toename van de consumptie leidt, en dus tot een daling van de spaarquote. Evenzo kan een opwaardering van het onroerend goed aanleiding geven tot een welvaartseffect. Het vermogen van de particulieren bestaat immers uit hun financiële vermogen – het verschil tussen financiële activa en verplichtingen – en uit reële activa – voornamelijk het vastgoed.

Het verloop van het totale vermogen van de Belgische particulieren, waarvan het financiële vermogen de hoofdmoot uitmaakt, kan in drie subperiodes worden opgesplitst. Van 1985 tot

GRAFIEK 4 – SPAARQUOTE EN VERMOGEN VAN DE PARTICULIEREN

(procenten van het beschikbare inkomen van de particulieren)



Bronnen: INR, NBB.

1989 ging het totale vermogen er, in verhouding tot het beschikbare inkomen, fors op vooruit met jaarlijks gemiddeld 4,6 pct. Van 1990 tot 1994 bleef het zo goed als stabiel vermits het als jaargemiddelde met slechts 0,2 pct. toenam, onder meer als gevolg van het feit dat de aandelenkoersen in die periode stagneerden. Van 1995 tot 2000, ten slotte, ging het totale vermogen opnieuw duidelijk in stijgende lijn (een jaarlijkse gemiddelde groei met 3,8 pct.). Tijdens deze laatste periode groeide het totale uitstaande bedrag van de belangrijkste categorieën financiële activa, uitgedrukt in geldeenheden, met jaarlijks gemiddeld 7,9 pct., waarvan 2,8 pct. niet werd verklaard door de vorming van nieuwe activa, maar wel door andere factoren waaronder in de eerste plaats het opwaarderen van de bestaande activa. De twee fasen waarin het vermogen krachtig groeide, vooral de laatste, gingen gepaard met een daling van de spaarquote, terwijl in de periode dat het vermogen matig groeide, de spaarquote doorgaans in stijgende lijn ging.

AFSLUITENDE OPMERKINGEN

De spaarquote van de particulieren is, na een geleidelijke stijging van 16 pct. in 1988 tot een piek van 21,2 pct. in 1993, in 2001 teruggelopen tot 14,9 pct., dicht in de buurt van het gemiddelde van het eurogebied. Deze bewegingen op de middellange termijn zijn het resultaat van het relatieve dynamisme van de consumptie en het beschikbare inkomen. In dit artikel worden drie gevallen toegelicht waarin de consumptie sneller toeneemt dan het beschikbare

inkomen. Eerst wordt de relatie gelegd met het verloop van de overheidsschuld: ingeval deze laatste duurzaam wordt gereduceerd, verwachten de consumenten dat de fiscale druk in de toekomst zal afnemen, wat ze over hun hele leven beschouwd het perspectief op een hoger inkomen biedt en waardoor zij dus onmiddellijk méér gaan consumeren. De tweede reden waarom de consumptie krachtiger toeneemt, is de beoordeling, door de consumenten, van de algemene economische situatie, en inzonderheid van de situatie op de arbeidsmarkt: een afnemend werkloosheidscijfer doet de hoop ontstaan op een verbetering van de toekomstige inkomens, wat consumptiebevorderend werkt. Een derde oorzaak van een aanhoudende vermindering van de spaarquote, ten slotte, is de prijsstijging van de door de particulieren aangehouden activa, ook nog «welvaartseffect» genaamd: een waardevermeerdering van het vermogen van de particulieren stelt deze laatste in staat hun verbruiksuitgaven op te voeren zonder afbreuk te doen aan hun doelstelling inzake welvaart.

Over het algemeen beschouwd, zijn deze drie voorwaarden in België sedert 1994 vervuld. Ongerekend de belastinghervorming, op de tenuitvoerlegging waarvan wellicht voor een deel werd geanticipeerd en als gevolg waarvan de spaarquote dus tijdelijk zou kunnen stijgen, zou het vooruitzicht op een duurzame middellange-termijnconsolidatie van de overheidsfinanciën de verwachtingen van de particulieren inzake hun toekomstige inkomens moeten blijven schragen en derhalve consumptiebevorderend werken. Tijdens de komende jaren zal de ontwikkeling van de spaarquote echter ook afhangen van de vooruitzichten inzake de arbeidsmarkt en van het verloop van de activaprijzen.

BESCHOUWINGEN BIJ DE SCHULDRATIO VAN DE OVERHEID

Zoals bekend is de toestand van de overheidsfinanciën er tijdens de laatste jaren in de meeste OESO-landen sterk op verbeterd. In vele gevallen heeft dat aanleiding gegeven tot een fundamentele wijziging in het begrotingsdebat. Terwijl vroeger de nadruk lag op het zo adequaat en efficiënt mogelijk indammen van begrotingstekorten, wordt de aandacht nu geleidelijk verlegd naar de beste aanwending van begrotingsoverschotten. De vraag of lagere overheidsontvangsten (b.v. belastingen op arbeid) of hogere primaire uitgaven (b.v. sociale uitkeringen) niet wenselijker zijn dan een beter begrotingssaldo, wordt hierbij expliciet gesteld. Tegen deze achtergrond doet de afdeling «Financieringsbehoeften van de Overheid» van de Hoge Raad van Financiën in België aanbevelingen inzake de budgettaire doelstellingen en, meer in het bijzonder, het vereiste overheidssurplus op lange termijn. Onder meer gelet op de aangegane verbintenissen in het kader van het Verdrag betreffende de EU en het Pact voor Stabiliteit en Groei en het vergrijzingsprobleem dat in de komende decennia zwaarder op de begroting zal wegen, is het duidelijk dat de overheidsschuld verder moet worden afgebouwd, maar er bestaan geen evidente objectieve criteria die de snelheid van de schuldreductie en het uiteindelijke peil waarnaar moet worden gestreefd, bepalen.

In dit artikel worden een aantal elementen uit het debat omtrent het schuldpeil en schuldverloop belicht. Een eerste paragraaf brengt de Europese regelgeving terzake in herinnering. In een tweede paragraaf wordt kort ingegaan op een belangrijk boekhoudkundig aspect. De derde paragraaf behandelt een aantal redenen waarom een positieve overheidsschuld tolereerbaar zou zijn. De vierde paragraaf verlegt de aandacht naar de empirische literatuur over de zgn. optimale schuldratio voor de overheid. In de vijfde paragraaf wordt dieper ingegaan op de specifieke regelgeving inzake overheidsschuld in twee landen, waarna enkele conclusies volgen.

I. EUROPESE REGELGEVING

In het Verdrag betreffende de EU verwijst één convergentiecriteria expliciet naar de overheidsschuld. De kandidaat-lidstaten van de EMU moesten een overheidsschuld laten optekenen die lager is dan 60 pct. bbp of die op zijn minst in voldoende mate afneemt en dit peil tegen een bevredigend tempo benadert.

Voor zover dat kon worden nagegaan, volgt de referentiewaarde van 60 pct. bbp niet uit een economische analyse van de optimale schuldratio. Deze waarde zou gekozen zijn omdat zij min of meer overeenstemde met het toenmalige gemiddelde voor de EU-landen¹. Bovendien is dit referentiepeil grofweg consistent met het convergentiecriteria van 3 pct. bbp voor het overheidstekort²; indien de nominale bbp-groei jaarlijks gemiddeld zowat 5 pct. beloopt (3 pct. reële groei en 2 pct. inflatie), wat toen de gangbare hypothese was, dan streeft de verhouding van de overheidsschuld tot het bbp per jaar ongeveer naar 60 pct. bij een constant overheidstekort van 3 pct. bbp en bij afwezigheid van tekort-schuldaanpassingen³.

Het Pact voor Stabiliteit en Groei bevat geen expliciete richtlijnen inzake de overheidsschuld maar legt een ander criterium op m.b.t. het

¹ In 1992 beliep de geconsolideerde brutoschuld van de overheid 59,6 pct. bbp voor de EU als geheel (EC, *General government data*, Spring 2002).

² Volgens sommige interpretaties zou dit convergentiecriteria op zich zijn ingegeven door een «gouden regel»-benadering (zie paragraaf III.2): een publiek investeringsniveau van 3 pct. bbp werd wenselijk geacht en alleen daarvoor mocht de overheid tekorten laten optekenen. Het tekortcriterium werd evenwel niet gekoppeld aan een expliciete richtlijn inzake overheidsinvesteringen. Er wordt enkel gesteld dat, wanneer lidstaten een buitensporig tekort laten optekenen, de EC moet onderzoeken of dit tekort de investeringsuitgaven overtreft.

³ Tekort-schuldaanpassingen zijn operaties of boekingen die geen impact hebben op het tekort maar wel het schuldpeil beïnvloeden. Het gaat b.v. om kredietverlening en participaties, wisselkoerswinsten of -verliezen op de schuld in vreemde valuta's, privatiseringen, enz.

overheidssaldo: de lidstaten moeten, op middel-lange termijn, een begroting voorleggen die vrijwel in evenwicht is of een overschot vertoont (*close to balance or in surplus*). Algemeen wordt aangenomen dat dit betekent dat het overheidssaldo, gezuiverd voor de invloed van de conjunctuur¹, ongeveer nul moet zijn of toch niet voortdurend sterk negatief mag uitvallen. Wanneer dit criterium strikt wordt gerespecteerd, en opnieuw afgezien van tekort-schuldaanpassingen, zal de schuldratio op heel lange termijn naar zowat nul worden teruggebracht. Het Pact houdt dus een duidelijke verstrenging in van de norm voor de overheidsschuldratio. Men moet er zich wel van bewust zijn dat deze asymptotische evolutie naar een schuldpeil van nul vrij lang duurt. Indien de overheidsschuld b.v. bijna 108 pct. bbp belooft, zoals in België op het einde van 2001, en in nominale termen niet verder toeneemt (via jaarlijkse begrotingsevenwichten en bij afwezigheid van tekort-schuldaanpassingen), dan duurt het zowat 12 jaar vooraleer de schuldratio daalt tot de referentiewaarde van 60 pct. bbp bij een nominale bbp-groei van 5 pct. per jaar; de schuldgraad wordt in de praktijk slechts nul na een volle eeuw.

Men kan zich dan ook afvragen of het louter voorleggen van begrotingen in evenwicht in landen waar de overheidsschuld nog ver boven de in het Verdrag betreffende de EU opgenomen referentiewaarde van 60 pct. bbp uitkomt, volstaat om de schuldratio tegen een bevredigend tempo tot deze referentiewaarde terug te brengen. Het ESCB beveelt in dit verband een grotere begrotingsinspanning voor de hoge-schuldlanden (in de praktijk: Italië, Griekenland en België) aan: om de overheidsschuld tegen een bevredigend tempo te reduceren, is het aangewezen dat deze landen significante conjunctuurgezuiverde overschotten (van zowat 1 pct. bbp) voorleggen. De EC² staat evenwel een minder strenge interpretatie voor. Het verstrengen van de begrotingsnorm tot een conjunctuurgezuiverd overschot van 1 pct. bbp zou de schuldaufbouw in deze landen immers slechts in beperkte mate versnellen: in België zou

de referentiewaarde van 60 pct. bbp b.v. amper twee jaar eerder worden bereikt. De EC stelt dan ook dat een hoge overheidsschuld op zich geen strengere begrotingsnormen noodzakelijk maakt aangezien een begroting die structureel in evenwicht is in normale omstandigheden een voldoende snelle schuldaufbouw mogelijk maakt.

II. BOEKHOUDKUNDIGE ASPECTEN: BRUTO VS. NETTO

De Europese regelgeving omtrent het schuldpeil slaat in alle gevallen op de geconsolideerde brutoschuld (de zgn. «Maastricht»-schuld), een brutoschuld-concept waarvan de schuldtitels die weliswaar zijn uitgegeven door de overheid maar die ook worden aangehouden door (eventueel andere deelsectoren van) de overheid, zijn afgetrokken. Andere financiële activa worden hierbij niet in mindering gebracht. Op die manier werd een moeilijk debat over geharmoniseerde en transparante waarderingsregels voor overheidsactiva vermeden en kan de officiële schulddispositie niet worden vertekend door de opname van vorderingen of activa met een twijfelachtig karakter.

Indien men een beeld wil krijgen van de werkelijke financiële lasten, is de nettoschuld, waarbij alle financiële activa (eventueel gewogen voor kwaliteitsverschillen) worden afgetrokken, nochtans een zinvoller concept. Een (geconsolideerde) brutoschuld van 60 pct. bbp zonder financiële activa is b.v. immers vrij equivalent met een brutoschuld van 90 pct. bbp en financiële activa ten belope van 30 pct. bbp. De theoretische beschouwingen die hieronder worden opgenomen,

¹ Het conjunctuurgezuiverde saldo is het saldo gecorrigeerd voor de weerslag van de conjunctuurcyclus op de overheidsontvangsten en -uitgaven (d.w.z. voor wat men in het vakjargon de impact van de automatische stabilisatoren noemt).

² EC, *Public finances in EMU – 2001*, European Economy, nr. 3, 2001.

hebben, in tegenstelling met de Europese regelgeving, dan ook grotendeels betrekking op de nettoschuld. Het onderscheid is belangrijk aangezien met een bepaalde waarde voor de nettoschuld in principe uiteraard eender welk niveau van geconsolideerde brutoschuld kan gepaard gaan¹.

III. THEORETISCHE BESCHOUWINGEN

1. WAAROM KAN DE OVERHEIDSSCHULD BETER ZO LAAG MOGELIJK ZIJN?

De «traditionele» nadelen van een grote overheidsschuld zijn genoegzaam bekend. Zo vereist een hogere schuld een groter primair saldo² (dus hogere ontvangsten en/of lagere primaire uitgaven) om eenzelfde begrotingssaldo te bereiken. Deze situatie kan om verschillende – zowel economische als sociale – redenen niet wenselijk zijn. Ten eerste kan de economische groei worden afgeremd door b.v. hogere belastingen op arbeid of op bedrijfswinsten of door lagere productieve uitgaven door de overheid. Verder kan een hogere fiscale of parafiscale druk dan in andere landen leiden tot emigratie van productiefactoren en meer in het bijzonder kapitaalvlucht of delokalisatie van ondernemingen in de hand werken, waardoor het investeringspeil in de economie kan verlaagd worden. Ten slotte kan een hoog primair surplus bij de bevolking frustraties creëren als het gevoel ontstaat dat men de publieke dienstverlening te duur betaalt.

Een hoge overheidsschuld maakt de openbare financiën bovendien kwetsbaarder voor moeilijk te voorziene renteschommelingen.

Verder kunnen via de rentebetalingen averechtse herverdelingseffecten worden gesorteerd in de mate dat de belastingen anders verdeeld zijn over de inkomensklassen dan het schuldbezit.

Een hoge of stijgende overheidsschuld kan ook de doelmatigheid van het monetaire beleid doorkruisen. Enerzijds kan de monetaire autoriteit af te rekenen krijgen met politieke druk om de rente niet te hoog te laten oplopen (om de rentelasten te drukken) en/of niet op te treden tegen aanwakkerende inflatie (om de reële waarde van de schuld te verlagen). Anderzijds kan een gewettigde monetaire versoepeling door de financiële markten worden geïnterpreteerd als het zwichten voor deze politieke druk, waardoor vragen kunnen rijzen over de onafhankelijkheid van de monetaire autoriteit.

In een monetaire unie met gedecentraliseerde begrotingsbevoegdheid kan een budgettaire ontsporing in één lidstaat bovendien leiden tot een hoger rentepeil voor alle lidstaten, wat bijkomende spanningen kan veroorzaken.

In de mate dat besparingen in de particuliere sector niet evenredig toenemen, ten slotte, kunnen overheidstekorten – die aan de basis liggen van de schuldenlast of er via de rentebetalingen uit voortvloeien – een te groot beslag leggen op de beschikbare besparingen en op die manier de rente opdrijven en investeringen verdringen (*crowding out*). De particuliere besparingen kunnen worden beïnvloed door het ontstaan of het vergroten van overheidstekorten. In de literatuur wordt de reactie van de private spaarneiging op overheidstekorten dikwijls vereenzelvigd met het debat tussen het «Keynesiaanse» en het «Ricardiaanse» model. In eerstgenoemd model zouden de particulieren hun consumptiebeslissingen vooral baseren op het beschikbare inkomen en weinig of niet laten afhangen van de toestand van de overheidsfinanciën. Het tweede model gaat er evenwel van uit dat gezinnen rekening

¹ Een ander schuldconcept, dikwijls de impliciete schuld genoemd, houdt bovendien rekening met reeds vaststaande, toekomstige lasten (b.v. voor de betaling van de pensioenen) en kan meer aangewezen zijn voor de beoordeling van de houdbaarheid van begrotingsposities. De berekening hiervan ligt evenwel niet voor de hand en bij het probleem van de snelle beschikbaarheid komt nog dat van de internationale vergelijkbaarheid van de gegevens.

² Dit is het begrotingssaldo zonder rekening te houden met de rentelasten.

houden met alle toekomstige inkomensstromen (waarbij de tijdschhorizon in theorie oneindig kan zijn als de welvaart van de nazaten in rekening wordt gebracht) en daarbij de budgetrestrictie van de overheid incorporeren: in die omstandigheden zal een verhoging van het tekort niet noodzakelijk de particuliere consumptie of de economische groei verhogen aangezien de gezinnen zich zullen realiseren dat de toename van de schuld vroeg of laat zal moeten worden gecompenseerd – b.v. door hogere belastingen – en dus uit voorzorg een groter deel van het huidige beschikbare inkomen zullen sparen¹. Omgekeerd zou een afbouw van het overheidstekort dan niet noodzakelijk wegen op de economische groei en deze zelfs via positieve vertrouwenseffecten kunnen stimuleren. In de literatuur² wordt gesuggereerd dat de economie meer aan het Ricardiaanse model zou beantwoorden naarmate het schuldpeil van de overheid hoger is. Een hoge schuldgraad zou economische subjecten immers bewuster maken van de budgettaire problematiek en hen doen inzien dat de waarschijnlijkheid dat de fiscale en parafiscale druk nog tijdens hun levensduur wordt verhoogd, groot is³. In die omstandigheden zou het begrotingsbeleid veel van zijn slagkracht verliezen. Gelet op het meer «Ricardiaanse» karakter van economieën met een hoge overheidsschuld⁴, zou de publieke schuld in deze landen anderzijds kunnen worden afgebouwd zonder dat dit zwaar weegt op de binnenlandse vraag, waarbij het zelfs niet uitgesloten is dat deze laatste door een geloofwaardige schuldreductie wordt gestimuleerd.

¹ De theoretische vertolking van het Ricardiaanse equivalentietheorema is heel restrictief en gebonden aan een aantal duidelijke voorwaarden (o.m. inzake intergenerationale verbondenheid, perfect werkende kapitaalmarkten, enz.). Een gedetailleerde bespreking hiervan valt evenwel buiten het bestek van dit artikel.

² Zie o.m. Olivier Blanchard, *Comments on Giavazzi and Pagano*, in Olivier Blanchard en Stanley Fischer, *NBER Macroeconomics Annual 1990*, en Alan Sutherland, *Fiscal crises and aggregate demand: can high public debt reverse the effects of fiscal policy?*, *Journal of Public Economics*, Vol. 65 (2), augustus 1997.

³ In dat geval zou intergenerationale verbondenheid geen voorwaarde meer zijn voor de Ricardiaanse equivalentiehypothese.

⁴ In het artikel *Het verloop van de spaarquote in België* in dit Economisch Tijdschrift wordt aangetoond dat Ricardiaanse effecten mede de evolutie van de spaarquote in België hebben bepaald.

2. DE OVERHEIDSSCHULD IN EEN RUIMER KADER

Meer algemeen moet de overheidsschuld worden beoordeeld in een intergeneracioneel kader. In dat opzicht vergroot schuldfinanciering de mogelijkheden inzake particuliere bestedingen van de huidige generatie: een deel van de overheidssuitgaven dient immers niet met overheidsontvangsten te worden gefinancierd, waardoor het beschikbare inkomen van de gezinnen op directe of indirecte wijze groter is. De bestedingsmogelijkheden van de volgende generaties worden er ceteris paribus evenwel door beperkt aangezien zij op zijn minst de rentelasten op deze schuld zullen moeten betalen. Het lijkt dan ook voor de hand te liggen het peil van de overheidsschuld te toetsen aan het criterium van intergeneracionele neutraliteit, dat meet of de nettobijdrage van elke generatie aan de overheid even groot is.

Op basis van dit intergeneracioneel neutraliteitscriterium zijn overheidstekorten enkel te verantwoorden in de mate dat het overheidsoptreden de productiecapaciteit van de economie in de toekomst verhoogt. De hogere welvaart biedt aan de toekomstige generaties dan een compensatie voor de lasten van de overheidsschuld. Dikwijls wordt dit neutraliteitscriterium verengd tot de zgn. «gouden regel»: overheidstekorten zijn toegelaten ten belope van het investeringspeil van de overheid. Deze gouden regel is evenwel een te verregaande simplificatie om diverse redenen.

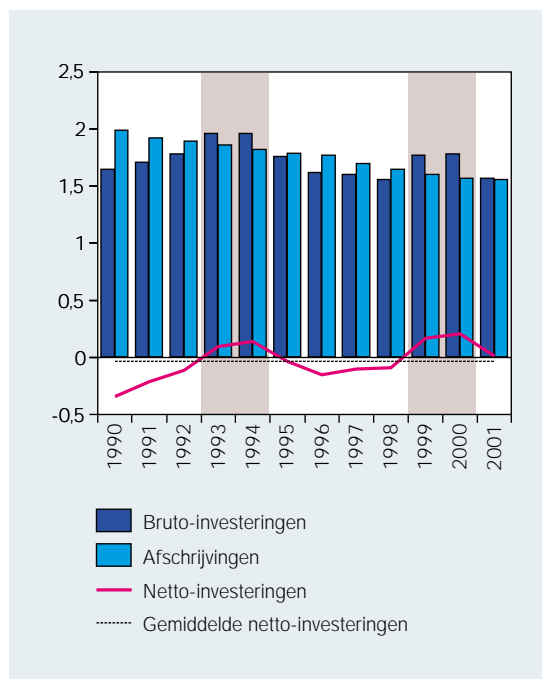
Ten eerste zijn de investeringsuitgaven, zoals ze geboekt worden in de overheidsrekening, bruto-uitgaven. Nochtans wordt de uitbreiding van de kapitaalvoorraad die wordt overgedragen naar de volgende generaties, niet zo zeer weergegeven door de bruto-investeringen, maar wel door de netto-investeringen (waarbij de afschrijvingen in mindering worden gebracht). Het overheidstekort zou dus in principe moeten worden beperkt tot de netto- i.p.v. de bruto-investeringen. In België worden de overheidsinvesteringen

gekenmerkt door een duidelijke electorale cyclus in de brutovorming van vast kapitaal door de lokale overheid, waarbij de investeringsuitgaven traditioneel sterk oplopen in het jaar voorafgaand aan de gemeenteraadsverkiezingen en in het verkiezingsjaar zelf. Behalve in deze jaren (en in 2001) lagen de bruto-investeringen volgens de nationale rekeningen in het voorbije decennium telkens duidelijk lager dan de afschrijvingen. Gemiddeld beliep het verschil van 1990 tot 2001 zowat 0,03 pct. bbp. Dit betekent dat de kapitaalvoorraad van de overheid dus in feite is afgenomen en dat overheidstekorten in deze periode dan ook helemaal niet kunnen worden verantwoord op basis van de gouden regel.

Verder moet vanzelfsprekend rekening worden gehouden met de totale rendabiliteit (het jaarlijkse rendement en de levensduur) van de betrokken investeringen. In de gouden regel worden alle investeringen gelijk behandeld aangezien zij, ongeacht het rendement, steeds met leningen mogen worden gefinancierd. Gelet op de intergenerationale neutraliteit, zou dit in feite enkel mogen gelden voor investeringsprojecten die aan bepaalde minimumvereisten inzake rendement voldoen. Ook de levensduur van de betrokken kapitaalgoederen is belangrijk: in principe is tekortfinanciering meer «toelaatbaar» naarmate die levensduur langer is, d.i. naarmate de toekomstige generaties er langer van kunnen genieten. Het precieze rendement van overheidsinvesteringen is vanzelfsprekend moeilijk rechtstreeks meetbaar aangezien er in principe geen marktwaardering voorhanden is. In de empirische literatuur wordt dit rendement vaak gemeten aan de hand van de weerslag van die investeringen op de totale factorproductiviteit, met name de productiestijging die niet kan worden toegeschreven aan een verhoogde inzet van productiefactoren. De resultaten van dit empirisch onderzoek suggereren in het algemeen dat de overheidsinvesteringen een belangrijke positieve impact hebben op de totale factorproductiviteit¹. Dit macro-economische resultaat verhuult evenwel een sterke micro-economische verscheidenheid op het niveau van de individuele investeringspro-

GRAFIEK 1 – BRUTO- EN NETTO-INVESTERINGEN VAN DE BELGISCHE OVERHEID

(procenten bbp)



Bron: INR.

jecten. Elke investering dient getoetst te worden aan vooraf vastgelegde, strikte rendabiliteitsnormen en de toepassing van de gouden regel kan uiteraard in geen geval een vrijbrief zijn om niet-productieve investeringen door te voeren.

De overheid beïnvloedt de kapitaalvoorraad of de potentiële groei van de economie bovendien niet uitsluitend via haar brutovorming van vast kapitaal. Zo draagt zij vanzelfsprekend ook in belangrijke mate bij tot de menselijke kapitaalvoorraad via de onderwijsuitgaven. In de mate dat deze uitgaven de toekomstige potentiële groei verhogen, is er op basis van het intergenerationale neutraliteitscriterium in principe geen enkele reden om hen bij voorbaat van schuldfinanciering uit te sluiten en deze laatste enkel voor te behouden

¹ Een Belgische studie waarin dit wordt bevestigd, is b.v. G. Everaert en F. Heylen, *Public capital and productivity growth in Belgium*, Working Paper Universiteit Gent, Faculteit Economische en Toegepaste Economische Wetenschappen, nr. 98/57, juli 1998.

voor de investeringen door de overheid zelf. Verder is het duidelijk dat de overheid in het algemeen mede het klimaat bepaalt waarin de particuliere sector investeringen doorvoert. De kanalen waarlangs dit gebeurt, kunnen betrekking hebben op zowel de overheidsontvangsten (b.v. de algemene fiscale druk) als de overheidsuitgaven (b.v. investeringssubsidies). De verruiming van het leningsplafond gedefinieerd door de gouden regel door de opname van al deze bijkomende uitgaven of minderontvangsten, die volgens deze benadering verantwoord lijken, zou evenwel leiden tot al te grote toegelaten tekorten – ver boven het door het Verdrag betreffende de EU als «buitensporig» beoordeelde peil van 3 pct. bbp – die de houdbaarheid van de begrotingspositie in gevaar brengen. De onderwijsuitgaven alleen belopen b.v. al gemiddeld zowat 6 pct. bbp in de OESO-landen. Het lijkt dan ook duidelijk dat een strenge selectiviteit (gebaseerd op de hogervermelde rendabiliteitsnormen) aangewezen is bij de bepaling van de uitgaven die mogen worden gefinancierd met leningen. Ten slotte dient er eveneens op gewezen te worden dat de overheid de particuliere investeringen ook kan beïnvloeden zonder dat dit weegt op de begroting. Gezonde overheidsfinanciën kunnen b.v. een duidelijk gunstige weerslag hebben op de particuliere investeringen door positieve vertrouwen-effecten. Ook de omvang en de aard van de overheidsregulering hebben wellicht een belangrijke impact op deze investeringen.

Ten slotte mag de beoordeling van de intergenerationale neutraliteit niet enkel gebeuren op basis van het verloop van de kapitaalvoorraad (zoals gesuggereerd wordt in de gouden regel),

ook de impact van de demografie op deze neutraliteit moet in de analyse worden betrokken. Bij een belangrijke negatieve demografische schok, in het bijzonder de sterke vergrijzing van de bevolking, liggen de budgettaire lasten om louter demografische redenen immers hoger voor de toekomstige generaties. In die omstandigheden lijkt het, omwille van de intergenerationale neutraliteit en gelet op het feit dat die verhoogde budgettaire lasten in de vorm van pensioenen en gezondheidszorg voor ouderen later vooral zullen toekomen aan de huidige generaties, wenselijk deze lasten ten dele naar voren te schuiven en ze mede te laten financieren door de huidige generatie¹. Bij een verwachte ongunstige demografische ontwikkeling moeten de budgettaire normen dan ook strenger zijn dan wat op basis van (een variant van) de gouden regel gewettigd zou zijn.

Zo moet bij de bepaling van het huidige optimale peil van de Belgische overheidsschuld rekening worden gehouden met de veroudering van de bevolking, waarvan wordt verwacht dat zij in het tweede en derde decennium van deze eeuw steeds zwaarder op de overheidsfinanciën zal wegen. Het is dan ook zaak om de overheidsschuld in versneld tempo af te bouwen om de toekomstige generaties zoveel mogelijk te «ontlasten». De gunstige schulddynamiek doet immers de rentelasten afnemen en deze begrotingsruimte kan ten dele worden aangewend om de kosten van de vergrijzing mee te financieren. Gelet op het tijdsprofiel van de door de vergrijzing veroorzaakte budgettaire lasten, lijkt het aangewezen om een begrotingsoverschot op te bouwen, dat tegen 2010 te vergroten, en het nadien gedurende ten minste 5 jaar op een hoog peil te handhaven. Op die manier wordt de in de periode van 2010 tot 2030 vrijkomende begrotingsruimte nog groter: bij de besparing op de rentelasten ten gevolge van de sneller dalende overheidsschuld komt dan immers de supplementaire marge door de mogelijkheid het overschot na 2015 geleidelijk af te bouwen². De kosten van de vergrijzing kunnen dan, zoveel als mogelijk, worden opgevangen zonder dat de fiscale en parafiscale druk voor de in die periode

¹ Een alternatieve interpretatie van het intergeneratieel neutraliteitsbegrip (gebaseerd op de welvaartsniveaus van generaties en niet op de wijzigingen in het welvaartsniveau van een latere generatie door een vroegere generatie) houdt voor dat de toekomstige generaties toch het meest moeten bijdragen tot de last van de vergrijzing aangezien hun welvaartsniveau door de positieve trendmatige economische groei hoe dan ook hoger zal liggen dan dat van de huidige generatie. Deze interpretatie leidt evenwel tot een rechtvaardiging van een onhoudbare overheidsschuld aangezien vroegere generaties dan tot op zekere hoogte altijd het welvaartsniveau van latere generaties zouden mogen beperken door een positieve overheidsschuld op te bouwen.

² Hoge Raad van Financiën, Afdeling «Financieringsbehoeften van de Overheid», Jaarverslag 2002, juli.

actieve generaties sterk moet worden opgetrokken. De mate waarin en de snelheid waarmee de schuld in deze context moet worden gereduceerd, hangen uiteraard niet alleen af van normatieve oordelen i.v.m. intergenerationale neutraliteit, maar ook van het totaalpakket aan andere maatregelen die worden genomen om de vergrijzing op te vangen.

3. OVERHEIDSSCHULD ALS FINANCIËEL INSTRUMENT

De overheidsschuld heeft met de jaren een belangrijke plaats verworven in de financiële markten¹. Overheidsschuldtitels combineren immers een aantal voor de financiële markten interessante eigenschappen.

Ten eerste gaat het om een heel liquide belegging (door de grote kwantiteit en de homogeniteit van de effecten, die door dezelfde emittent regelmatig worden uitgegeven in gestandaardiseerde formules qua looptijd en couponbetaling). De marktliquiditeit is dikwijls zelfs een expliciete doelstelling bij het beheer van de overheidsschuld. Verder is het kredietrisico bij overheidstitels zo goed als onbestaande aangezien de overheid in principe altijd bijkomende belastingen kan heffen om de schuldendienst te verzekeren. Het kredietrisico van andere (particuliere) schuldtitels wordt dan ook doorgaans uitgedrukt als een premie bovenop de rente op een vergelijkbaar overheidseffect. Ten slotte zijn overheidstitels ook een financieel instrument dat in grote mate vergelijkbaar is over verschillende landen en maken zij in die zin een transparante internationale vergelijking van het rentepeil mogelijk.

Overheidseffecten spelen, in belangrijke mate omwille van de hierboven aangehaalde eigenschappen, eveneens een grote rol bij de operationele uitwerking van het monetaire beleid. Zo worden overheidssobligaties traditioneel gebruikt bij open-marktoperaties en houden de centrale

banken een groot deel van hun reserves aan in overheidseffecten.

Bij een sterke schuldafbouw kan er om deze redenen een nood ontstaan aan een alternatief beleggingsinstrument met vergelijkbare kenmerken dat de rol van overheidsschuldtitels in dat vlak kan overnemen. Een dergelijk instrument is evenwel niet in alle omstandigheden onmiddellijk voorhanden.

Uiteraard is het steeds mogelijk dat de overheid zich bij de bepaling van de optimale nettoschuld enkel laat leiden door de hierboven opgesomde beschouwingen maar de geconsolideerde brutoschuld, gelet op de adequate werking van de financiële markten of het monetaire beleid, in mindere mate reduceert. Dit betekent dat, indien nodig, de overheid vrij belangrijke activa aanhoudt². Deze situatie zou evenwel andere problemen met zich mee kunnen brengen als de beleggingsbeslissingen van de overheid in onvoldoende mate kunnen worden afgeschermd van politieke lobbying en de invloed van drukingsgroepen³.

IV. EMPIRISCHE STUDIES

De empirische literatuur omtrent het «optimale» schuldpeil is, al bij al, vrij beperkt. Twee verschillende benaderingen worden gevolgd.

Enerzijds kan de gewenste schuldratio voor de overheid worden afgeleid uit statistische verbanden tussen het waargenomen schuldpeil en

¹ OESO, *Public debt management at the cross-roads*, Economic Outlook (hoofdstuk 6), nr. 66, december 1999.

² In sommige landen, zoals Noorwegen en Luxemburg, wordt de brutoschuld om die reden op een hoger peil gehouden dan door de financiële situatie van de overheid eigenlijk is vereist.

³ Zie o.m. Jagadeesh Gokhale, *Fiscal policy at a time of budget surpluses*, paper voorgesteld op de Fourth Workshop on Public Finance, Banca d'Italia, Perugia, 21-23 maart 2002.

een bepaalde doelvariabele, b.v. de economische groei. Een voorbeeld van deze literatuur is een artikel van Smyth en Hsing¹, waarin voor de Verenigde Staten een statistische relatie wordt geschat tussen de groei en de overheidsschuld voor de periode van 1960 tot 1991, gebruik makend van enkele controlevariabelen (b.v. de geldhoeveelheid, de werkgelegenheid, enz.). In deze studie wordt de optimale overheidsschuld – d.w.z. het peil dat de economische groei zou maximaliseren – geraamd op 38,4 pct. bbp voor de publiek verhandelbare schuld en op 48,9 pct. bbp voor de totale schuld. De gehanteerde methodologie is evenwel op een aantal punten voor verbetering vatbaar. Zo wordt de brutoschuld van de federale overheid gebruikt i.p.v. de meer relevante nettoschuld van de gezamenlijke overheid en wordt het probleem van de dubbele causaliteit onvoldoende behandeld: wellicht kan het peil van de overheidsschuld de bbp-groei beïnvloeden (zie paragraaf III.1) maar als de schuld uitgedrukt wordt in procenten bbp, is het omgekeerde uiteraard ook het geval; het is dan ook maar de vraag wat de geschatte regressiecoëfficiënt en het daarvan afgeleide «optimale» schuldpeil precies meten.

Anderzijds kan het optimale peil van de overheidsschuld afgeleid worden uit een gekalibreerd,

theoretisch optimalisatiemodel. De gevonden waarde hangt evenwel sterk af van het gekozen model, de onderliggende hypothesen en de parameterwaarden. In een studie van Zee², waarin een model met overlappende generaties wordt gebruikt, wordt het optimale schuldpeil voor de Verenigde Staten op minder dan 20 pct. bbp geraamd. Aiyagari en MacGratten³ introduceren productiviteitsschokken en kredietrestricties en schatten de optimale overheidsschuld dan weer op 66 pct. bbp. Milesi-Feretti en Roubini⁴, ten slotte, vinden een negatieve optimale schuld (wat inhoudt dat de financiële activa van de overheid haar schulden overtreffen). Dergelijke uiteenlopende resultaten geven weinig uitsluitel over het optimale schuldpeil. Een geruststelling is misschien dat sommige modellen ook aantonen dat de welvaartseffecten verbonden aan een afwijking van de «optimale» schuldratio verwaarloosbaar zijn (b.v. Aiyagari en MacGratten). Deze modellen beschouwen bovendien meestal een gesloten economie. De vraag of de optimale schuldratio beïnvloed wordt door de mate van openheid van een economie, d.w.z. de mate waarin een land gevoelig is voor ontwikkelingen in de wereldconjunctuur, wordt er dus niet in beantwoord.

V. NORMEN VOOR DE OVERHEIDSSCHULD IN INDIVIDUELE LANDEN

In het eerste hoofdstuk van dit artikel werd de op de overheidsschuld betrekking hebbende regelgeving in herinnering gebracht die de lidstaten van de EU moeten naleven. Bepaalde individuele landen, al dan niet behorend tot die Unie, hebben in hun begrotingsprocedures evenwel meer specifieke normen inzake overheidsschuld opgenomen. Hieronder wordt, bij wijze van voorbeeld, de situatie in Nieuw-Zeeland, dat in dat vlak een pioniersrol heeft gespeeld, en het Verenigd Koninkrijk toegelicht.

¹ David J. Smith en Yu Hsing, *In search of an optimal debt ratio for economic growth*, Contemporary Economic Policy, Vol. 8 (4), 1995.

² Howell M. Zee, *The sustainability and optimality of the government debt*, IMF Staff Papers, Vol. 35 (4), 1988.

³ S. Rao Aiyagari en Elynn R. MacGratten, *The optimum quantity of debt*, Journal of Monetary Economics, Vol. 42 (3), december 1998. De hoge waarde van de optimale schuld in deze studie is wellicht grotendeels toe te schrijven aan de kredietrestricties: als individuen niet kunnen lenen op de financiële markten om hun intertemporeel nuts- of welvaartsniveau te maximaliseren, kan de overheid dit als het ware in hun plaats doen en hun beschikbare inkomen (en consumptiemogelijkheden) opdrijven via schuldfinanciering. In deze omstandigheden is de optimale overheidsschuld duidelijk groot aangezien zij de imperfecties op de financiële markten enigszins compenseert. In dat verband kan er ook aan herinnerd worden dat perfect werkende financiële markten één van de basisvoorwaarden voor de theoretische vertolking van de Ricardiaanse equivalentiehypothese zijn.

⁴ Gian Maria Milesi-Feretti en Nouriel Roubini, *On the taxation of human and physical capital in models of endogenous growth*, Journal of Public Economics, Vol. 70 (2), november 1998.

1. NIEUW-ZEELAND¹

In de jaren zeventig en tachtig werd in Nieuw-Zeeland een expansief Keynesiaans begrotingsbeleid gevoerd om de binnenlandse vraag te stimuleren. Hierdoor namen zowel het belang van de overheidssector in de economie als de overheidsschuld snel toe. Tegen het einde van deze periode beliepen de overheidsuitgaven meer dan 40 pct. bbp en bereikte de schuld een piek van 78 pct. bbp. De begroting vertoonde elk jaar een deficit mede omwille van de hoge rentelasten op de overheidsschuld.

De verhoopde resultaten van dit beleid bleven evenwel uit: de overheid slaagde er niet in de groei op duurzame wijze te verhogen. In de jaren negentig werd het roer dan ook resoluut omgegooid: deze periode werd gekenmerkt door privatisering, begrotingsconsolidatie en institutionele hervormingen. De principes van een gezond, transparant en verantwoord begrotingsbeleid (en de rapportering ervan) werden vastgelegd in de *Fiscal Responsibility Act* (FRA), die in werking trad op 1 juli 1994.

Deze nieuwe regelgeving bepaalde dat de overheidsschuld moet worden teruggebracht tot een «voorzichtig» peil (*a prudent level*) zodat de publieke financiën minder kwetsbaar worden voor ongunstige ontwikkelingen in exogene factoren, zoals de rentestand en de economische groei. Zolang dit peil niet was bereikt, moest er voor elk boekjaar op zijn minst gestreefd worden naar een lopend evenwicht op de begroting: de lopende uitgaven mochten de lopende inkomsten niet overtreffen (wat neerkomt op een versie van de gouden regel, cf. supra).

Eenmaal het «voorzichtige» niveau van de overheidsschuld is bereikt, moet dit peil gehandhaafd worden door ervoor te zorgen dat de lopende begroting gemiddeld (over een redelijke termijn) in evenwicht is. Verder moeten begrotingsrisico's voorzichtig worden beheerd en moet het gevoerde beleid een redelijke mate van

voorspelbaarheid garanderen inzake het niveau en de stabiliteit van de belastingtarieven.

De FRA legde evenwel geen expliciete kwantitatieve doelstelling voor de schuldratio op. Het komt de regering toe het «voorzichtige» peil van de overheidsschuld in de opeenvolgende begrotingen nader te bepalen. Er bestaat immers geen duidelijke theoretische basis om een bepaald schuldpeil over een langere periode onder alle omstandigheden te handhaven.

In het *Fiscal Strategy Report* van 1994 legde de overheid de «voorzichtige» schuldratio voor de brutoschuld en de nettoschuld vast op respectievelijk 30 pct. en 20 pct. bbp. Deze doelstelling moest worden bereikt door het voorleggen van een jaarlijks begrotingsoverschot van minstens 3 pct. bbp. Een belastingverlaging kon pas worden doorgevoerd wanneer de nettoschuld minder dan 30 pct. beliep. Dankzij een gunstig conjunctuurverloop en structurele hervormingen werden er hoge begrotingsoverschotten opgetekend van 1994 tot 1998, waardoor de brutoschuld terugviel van iets meer dan 60 pct. bbp in 1994 tot 38 pct. bbp in 1998 en de nettoschuld daalde van 50 pct. bbp tot 25 pct. bbp in dezelfde periode.

In 1998 werd de doelstelling inzake schuldratio nog verder aangescherpt: over een periode van 5 jaar moest de brutoschuld tot 25 pct. bbp en de nettoschuld tot 15 pct. bbp worden teruggebracht. O.m. ten gevolge van de Aziatische crisis zijn de begrotingsoverschotten evenwel omgeslagen in kleine tekorten, waardoor deze doelstelling wellicht niet bereikt zal worden binnen de vereiste termijn.

¹ Deze paragraaf is gebaseerd op het artikel van John Janssen, *New Zealand's fiscal policy framework, experience and evolution*, opgenomen in *Fiscal Rules*, Banca d'Italia, papers presented at the Third Workshop on Public Finance, Perugia, 1-3 februari 2001.

2. VERENIGD KONINKRIJK¹

In het Verenigd Koninkrijk werden in de 1997 ingevoerde *Code for fiscal stability* twee doelstellingen voor het begrotingsbeleid op middellange termijn² vastgelegd.

Eenzijds moet het evenwicht tussen generaties worden gerespecteerd door er voor te zorgen dat de generatie die geniet van de overheidsdiensten er ook zo veel mogelijk de kosten van draagt. Anderzijds moet een onhoudbare en schadelijke toename (*an unsustainable and damaging rise*) van de schuldratio altijd worden vermeden.

Deze algemene doelstellingen worden evenwel nader bepaald door twee specifieke begrotingsregels.

Ten eerste wordt een variant van de gouden regel opgelegd, waarbij het overheidstekort, over het geheel van de conjunctuurcyclus, beperkt moet blijven tot de investeringsuitgaven. Door deze regel wil men het evenwicht tussen de generaties garanderen en een onderinvestering in publiek kapitaal vermijden.

Het respect van de gouden regel wordt evenwel niet voor ieder jaar opgelegd, maar voor het geheel van de conjunctuurcyclus, wat neerkomt op een norm van een conjunctuurgezuiverd lopend evenwicht. De werking van de automatische stabilisatoren wordt dus expliciet toegelaten.

Ten tweede bepaalt de *sustainable investment rule* dat de nettoschuld van de overheid, gemiddeld over de conjunctuurcyclus, op een stabiel

en voorzichtig peil (*a stable and prudent level*) moet worden gehouden. Deze tweede regel is een belangrijke aanvulling op de bovenvermelde gouden regel, aangezien hij vermijdt dat schuld-financiering voor investeringen aanleiding kan geven tot ongewenst hoge of stijgende schuldratio's. Alhoewel de overheid terzake over weinig duidelijke argumenten beschikt, wordt er concreet van uitgegaan dat het gewenste peil voor de nettoschuld zowat 40 pct. bbp belooft. Hiermee zou, volgens de Britse overheid, een geconsolideerde brutoschuld van minder dan 50 pct. bbp overeenkomen.

VI. CONCLUSIE

De vraag naar het gewenste peil van de overheidsschuld krijgt meer en meer aandacht. Vanzelfsprekend dient de schuldratio, in de landen, w.o. België, waar dat nog niet het geval is, in een bevredigend tempo het referentiepeil van 60 pct. bbp te benaderen, zoals in het Verdrag betreffende de EU wordt gestipuleerd. Deze eis werd evenwel impliciet verstrengd in het Pact voor Stabiliteit en Groei: het vereiste begrotingssaldo dichtbij het evenwicht of in surplus moet de schuld uiteindelijk terugbrengen tot een onbeduidend peil. Deze evolutie is wel langzaam. Het «optimale» niveau van de overheidsschuld is dus, althans als men de Europese regelgeving terzake als uitgangspunt neemt, gesitueerd tussen 0 en 60 pct. bbp. Deze Europese regels hebben echter betrekking op de zgn. geconsolideerde brutoschuld en niet op het economisch meer zinvolle concept van de nettoschuld (waarmee in principe eender welke geconsolideerde brutoschuld kan overeenstemmen).

De theoretische literatuur beoordeelt het optimale peil voor de (netto)schuld van de overheid veelal in functie van een notie inzake intergenerationale neutraliteit, wat dikwijls wordt verengd tot de zgn. gouden regel: overheidstekorten zijn toegelaten ten belope van het peil van de

¹ Deze paragraaf is gebaseerd op het artikel van Andrew Kilpatrick, *Transparent frameworks, fiscal rules and policy-making under uncertainty*, opgenomen in *Fiscal Rules*, Banca d'Italia, papers presented at the Third Workshop on Public Finance, Perugia, 1-3 februari 2001.

² Daarnaast zijn er ook de doelstellingen op korte termijn, in het bijzonder de ondersteuning van het monetaire beleid door de vrije werking van de automatische stabilisatoren en, eventueel, door een actief beleid.

investeringen door de gezamenlijke overheid. De gouden regel is evenwel een veel te verregaande simplificatie. Zo moeten enerzijds de publieke afschrijvingen van de bruto-investeringen en dus van het leningsplafond worden afgetrokken, terwijl er anderzijds in theorie geen redenen zijn om schuldfinanciering wél toe te laten voor de eigenlijke overheidsinvesteringen en niet voor de andere uitgaven of minderontvangsten waarmee de overheid een positieve bijdrage levert tot de potentiële economische groei in de toekomst. Bovendien kunnen overwegingen betreffende de gevolgen van de demografische ontwikkelingen de band tussen de eenvoudige gouden regel en de intergenerationele neutraliteit nog veel ingewikkelder maken.

Aangezien ook de empirische literatuur weinig uitsluitsel biedt, kan de vraag naar de «optimale» schuldratio dan ook geen absoluut, maar enkel een conditioneel antwoord krijgen: gelet op de vele nadelen verbonden aan een hoge overheidsschuld, is deze laatste best zo laag mogelijk. De opbouw van een positieve schuld valt enkel te verantwoorden als de gelijkheid tussen generaties hierdoor niet wordt geschaad, als er m.a.w. duidelijk productieve uitgaven, die, waar mogelijk, beantwoorden aan strikte, vooraf bepaalde rendabiliteitscriteria, tegenover staan. Het spreekt

evenwel voor zich dat daarbij niet alle productieve uitgaven aanleiding kunnen geven tot schuldfinanciering. Men moet er immers steeds over waken dat de schuldpositie niet (opnieuw) onhoudbaar wordt.

In de Belgische context moet bovendien worden rekening gehouden met het vergrijzingsprobleem dat vanaf het volgende decennium veel zwaarder op de openbare financiën zal wegen. Op basis van de meest gangbare interpretatie van het intergenerationeel neutraliteitsconcept lijkt het aangewezen deze lasten ten dele door de huidige generatie te laten financieren. Alhoewel elke lange-termijnprognose van de openbare financiën omgeven is met grote onzekerheid, lijkt het toch vrij zeker dat een strategie waarbij een begrotingsoverschot wordt opgebouwd en wordt aangehouden tot 2015, waarna dit geleidelijk tot nul kan worden teruggebracht, de beste waarborgen biedt inzake intergenerationele neutraliteit. Of de begrotingsruimte die op die manier zal ontstaan, voldoende is om het hoofd te bieden aan de vergrijzing, zal uiteraard afhangen van de mate waarin men de reële waarde van de pensioenen op peil wenst te houden en van het resultaat van eventuele additionele maatregelen (o.m. inzake het opdrijven van de werkgelegenheidsgraad van ouderen).

SUMMARIES OF ARTICLES

THE DEVELOPMENT OF THE SAVINGS RATIO IN BELGIUM

One of the specific features of the Belgian economy has for a long time been the extent of the savings ratio of individuals. While such a structural characteristic is not subject to any fundamental changes from year to year, it may nevertheless undergo significant ups and downs in the medium term.

After having grown steadily from 16 p.c. in 1988 to a peak of 21.2 p.c. in 1993, the savings ratio of individuals returned in 2001 to a level of 14.9 p.c., close to the euro area average. These medium-term movements are due to the relative dynamics of consumption and disposable income. The article identifies three situations in which consumption tends to grow more rapidly than disposable income. A first link is established with the development of the public debt: consumers expect that, if the debt decreases lastingly, this will lead to a future reduction in tax pressure, which allows them to envisage higher incomes for the whole of their lives and therefore to consume more straight-away. The second reason for a stronger growth in consumption lies in the assessment made by consumers concerning the general economic situation, and in particular concerning the labour market situation: a falling unemployment rate warrants the hope of an improvement in future incomes, which is favourable for consumption. Lastly, a third source of a steady decrease in the savings ratio is the increase in prices of the assets held by individuals, which is also called the "wealth effect": a rise in the value of individuals' total assets enables them to increase their consumption expenditure without thereby detracting from the achievement of their aim in terms of holding wealth.

These three conditions have generally coexisted in Belgium since 1994. Apart from the tax reform, whose implementation has probably been partly anticipated and might therefore lead to a temporary rise in the savings ratio, the prospect of a continuation of the medium-term consolidation of the public finances should continue to support individuals' anticipations concerning their future incomes, and hence encourage their consumption. But the development of the savings ratio during the next few years will also depend on the prospects concerning the labour market situation and on the development of asset prices.

CONSIDERATIONS REGARDING THE LEVEL OF PUBLIC DEBT

In many OECD countries budgetary positions have improved significantly during recent years. The fiscal policy debate increasingly touches upon the relevance of maintaining or increasing budgetary surpluses, an issue which is obviously closely connected to the question of the "appropriate" level of public debt.

This article briefly reviews some of the most important issues involved. First, EU Member States ought to respect the Stability and Growth Pact's requirement of exhibiting budgetary positions close

to balance or in surplus. In the end, this would imply that public debt tends towards an insignificant level. Second, while public debt has some well-known drawbacks – which can weigh on the effectiveness of both budgetary and monetary policy –, it essentially represents a burden for future generations. Hence, the level of public debt should ideally be assessed against some notion of intergenerational neutrality. We argue, however, that the so-called golden rule – which states that government borrowing is allowed to the extent that it is covered by public investment – is an undue simplification for various reasons. Third, the importance of government securities for both financial markets and the technical elaboration of monetary policy could put constraints on the speed and the extent of gross debt reduction even if this does not pertain to the more relevant net public debt.

With the empirical literature not providing any clear information on an “optimal” level of public debt, the article draw a pragmatic conclusion for the Belgian case: population ageing is expected to put increasingly severe strains on the budget from 2010 onwards. Against this background, notions of intergenerational equity suggest that currently active generations should contribute to building up a significant government surplus by that time, the reduction of which, together with the continued fall in interest charges, should create a budgetary margin which can help cater to the ageing costs. The size of the required budgetary effort also depends on other policies, e.g. aimed at increasing the employment rate.

NATIONAL BANK OF BELGIUM – WORKING PAPERS SERIES**34. “ON THE ORIGINS OF THE FRANCO-GERMAN EMU
CONTROVERSIES” BY I. MAES, RESEARCH SERIES, JULY 2002**

EMU is, to a large extent, the result of a process of Franco-German reconciliation and understanding. However, in the postwar period, there were significant differences in ideas and economic policy-making in Germany and France. France was dominated by the “tradition républicaine”, giving a central role to the state in economic life. In Germany, the federal structure of the state went together with the social market economy. In this paper an analysis is presented of these differences in thought and economic policy-making, how they evolved through time, and how they contributed to shaping the nature and form of the EU. The focus is on the Rome Treaties, the Werner Report and the Maastricht Treaty process.

Verantwoordelijk uitgever

J. Hilgers

Directeur

Nationale Bank van België
de Berlaimontlaan 14 – B -1000 Brussel

Contactpersoon voor het Tijdschrift

M. Ph. Quintin

Chef van de dienst Communicatie

Tel.: 32 (0)2.221.22.41 – Fax: 32 (0)2.221.30.91
e-mail: philippe.quintin@nbb.be