

De Belgische overheidsschuld

De Belgische overheidsfinanciën zijn nog altijd uiterst kwetsbaar. Dit roept spanningen op tussen het monetaire en het begrotingsbeleid.

De schuldpositie van de westerse overheden mag zich de laatste tijd in een toenemende aandacht van de financiële markten verheugen. Dit uit zich bij tijd en wijle in onrust op de obligatiemarkten van landen waar de overheidsbegroting uit het lood ligt, zoals Zweden, Italië en België. Daarnaast zijn de overheidsfinanciën in West-Europa van belang, als over de verdere voortgang van de Europese integratie wordt overlegd. Twee van de vijf toetredingscriteria voor de derde fase van de EMU hebben betrekking op de overheidsfinanciën.

De Belgische positie in deze is wonderlijk. Het land scoort op het terrein van de overheidsfinanciën buitengewoon slecht. De schuldquote is de hoogste van alle OESO-landen, de rentedienst beslaat ca. 17% van de overheidsbegroting en het overheidstekort is nog altijd één van de hoogste binnen de OESO. Tegelijkertijd betreft het hier echter een specifiek probleem voor de Belgische overheid en is de positie van de Belgische economie als zodanig niet slecht. Het land heeft een lage inflatie, de conjunctuur trekt momenteel sterk aan, de industrie is behoorlijk concurrerend en de lopende rekening (incl. Luxemburg) boekt jaar op jaar substantiële overschotten. Hierdoor mag

de Belgische frank zich nog altijd rekenen tot de sterkere valuta's van het EMS, al maakt de munt bij tijd en wijle kortstondige periodes van zwakte door en zijn de rente-écarts met Duitsland de laatste tijd weer aanmerkelijk gestegen. Ook wordt België steevast genoemd als potentieel lid van de kopgroep die als eerste fase drie van de EMU zal binnengaan. In dit artikel zal de financiële positie van de Belgische overheid nader worden belicht, waarbij wordt ingegaan op de vraag in hoeverre het risico bestaat, dat de Belgische overheid uiteindelijk zwicht voor de verleiding van het weg-infleren van de staatschuld.

De Belgische schuldpositie

De bruto overheidsschuld van België bedroeg in 1993 bijna 146% van het bbp (definitie OESO). Voor het overgrote deel betreft het rijksschuld. Deze schuld is enerzijds het gevolg van een te trage terugdringing van het overheidstekort tijdens de hoogconjunctuur van de jaren tachtig en anderzijds van een terugval in de stijging van het nominale bbp.

Uit tabel 1 blijkt hoezeer het water de Belgische overheid aan de lippen staat. Tevens blijkt, dat België wel een substantieel primair overschot op

de overheidsbegroting kent (dit wil zeggen de begroting exclusief de rentelast). Dit wordt door sommigen geïnterpreteerd als een teken, dat het land op de goede weg is. Alleen indien dit primaire overschot gepaard zou gaan met een duidelijk verbeterende trend op de totale begroting, kan deze interpretatie worden onderschreven. De Belgische combinatie van een primair overschot bij een fors totaal tekort (incl. rentelast) van ruim 7%, zoals in 1993 het geval was, geeft eerder aan hoever het land budgettair is afgedegen en hoe moeizaam de weg terug zal blijken te zijn.

Daarnaast heeft de schuldenlast van de overheid een tamelijk ongunstige structuur. Ondanks in de loop van de jaren tachtig ondernomen pogingen tot looptijdverlenging, bedroeg de gemiddelde restlooptijd in 1993 slechts 4,3 jaar. Een aanmerkelijk deel van de schuld heeft een resterende looptijd van minder dan een jaar. Het lopende jaar kent een piek in aflossingsverplichtingen. Toen eerder dit jaar de kapitaalmarktrente aan een stijging begon, heeft de Belgische federale overheid een groot deel van de aflossingen kort geherfinancierd, in de veronderstelling dat na enige tijd de rente weer zou gaan dalen. Deze vorm van rentespeculatie is haar slecht gekomen, want de lange rente heeft haar opmars sindsdien gestaag voortgezet. Als gevolg van deze ontwikkelingen is het aandeel van de korte schuld snel gestegen (van 28% begin dit jaar tot 34% in mei). Dit is op korte termijn niet ongunstig, gegeven het huidige lage niveau van de geldmarktrente, maar het maakt de overheidsbegroting in toenemende mate kwetsbaar voor schommelingen in de korte rentestand.

Positieve kenmerken zijn daarentegen, dat de overheidsschuld voor het leeuwedeel in Belgische franken luidt. Voorts kan worden opgemerkt dat het schuldprobleem heel specifiek een probleem van de Belgische overheid is: het land in zijn totaliteit (samen met Luxemburg) heeft een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans en daarmee een nationaal spaaroverschot. De Belgische gezinssector heeft voorts gemiddeld genomen een gezondere vermogenspositie dan die in de meeste andere Europese OESO-landen. Dit neemt niet weg dat de Belgische overheid, als het vertrouwen in haar beleid verder taant, met financierings-

Tabel 1. Kerngegevens Belgische overheidsfinanciën^a

(% bbp)	1980	1985	1990	1993
Bruto overheidsschuld	81,6	126,0	134,4	145,6
Netto overheidsschuld	70,8	114,6	122,9	132,3
Saldo overheidsbegroting	-9,3	-9,1	-5,9	-7,2
Primair saldo overheidsbegroting	-3,9	0,8	4,2	2,9
Overheidsuitgaven	58,6	62,3	55,5	58,4
Netto rentelast (% uitgaven)	9,2	15,9	18,1	17,2
Gemiddelde restlooptijd (jaar)	3,8	4,2	3,2	4,3
Aandeel korte schuld (% van totaal) ^b	27	34	35	28
Aandeel buitenlandse valuta (% van totaal)	7,8	20,1	12,2	16,7

a. Cijfers ontleend aan de OESO, *Economic Outlook*, juni 1994; *Tijdschrift van de Nationale Bank van België* (meerdere uitgaven); en Kredietbank, *De Belgische overheidsschuld, Weekberichten*, 20 mei 1994.

b. Looptijd minder dan een jaar.

problemen kan worden geconfronteerd.

Het Globaal Plan

In het najaar van 1993, toen in de nasleep van het uiteenvallen van het EMS ook de Belgische frank onder vuur kwam te liggen, heeft de Belgische regering het zogenaamde Globaal Plan gelanceerd¹. Dit plan behelst een serie bezuinigingen, lastenverzwaringen, dereguleringsmaatregelen en aanpassingen in de sociale zekerheid, waarbij één van de doelstellingen is het overheidstekort in 1996 tot 3% van het bbp te reduceren. De accenten van dit plan liggen op de juiste plaats, aangezien met name die overheidsuitgaven, die in het verleden een al te snelle trendmatige ontwikkeling vertoonden, aan banden worden gelegd.

Het Globaal Plan hanteert evenwel nogal optimistische veronderstellingen ten aanzien van de economische groei, en ook wordt tot en met 1996 een verregaande loonmatiging verondersteld.

Enerzijds mag inderdaad worden verwacht dat België, gegeven 's lands open structuur en oriëntatie op Duitsland, zal profiteren van het conjunctuurherstel elders in Europa, maar anderzijds moet niet uit het oog worden verloren dat de combinatie van loonmatiging, belastingverhoging en reductie van overheidsbestedingen zonder twijfel zal leiden tot binnenlandse vraaguitval. Deze zal ten dele kunnen worden opgevangen door een daling van de tamelijk hoge spaarquote, maar of dit voldoende zal zijn om de bestedingen op peil te houden, moet worden betwijfeld. Dit geldt te meer, daar de hoge particuliere spaarquote ten dele voortvloeit uit het onder de Belgen levende besef, dat het bepaald niet ondenkbaar is dat de overheid haar verplichtingen in de sfeer van pensioenen en sociale verzekeringen uiteindelijk niet onverkort zal kunnen nakomen. Ondanks de jongste conjuncturele opleving, die ook in België krachtiger is dan verwacht, moet dan ook worden gevreesd dat de middellange termijn groeivoorzichten weinig florissant zijn. Een zwakker dan verwachte economische groei zal zich kunnen vertalen in tegenvallende overheidsinkomsten, hogere uitgaven en – vanwege het noemer-effect – een teleurstellende ontwikkeling van de schuldquote.

Tabel 2. Scenario's voor de Belgische overheidsfinanciën

Scenario	I	II	III	IV	V	VI	VII
<i>Veronderstellingen</i>							
volumegroei bbp	2,75	1,5	2,75	1,5	2,75	1,5	1,5
inflatie	2,5	2,25	2,5	2,25	2,5	2,25	2,25
overheidstekort (%bbp)	laag	laag	hoog	hoog	laag	laag	hoog
effectieve rente	laag	laag	middel	middel	hoog	hoog	hoog
<i>Uitkomsten (% bbp, 2000)</i>							
primaair saldo	5,3	6,0	4,2	5,1	7,5	8,5	6,6
cumulatieve ombuiging	2,5	3,3	1,5	2,4	4,8	5,8	3,9
rentedienst	7,3	8,0	9,2	10,1	9,5	10,5	11,6
netto staatsschuld	112	123	123	134	112	124	136
Scenario's gespecificeerd	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Scenario tekort, % bbp</i>							
laag	6	5	4	3	2	2	2
hoog	6	5	5	5	5	5	5
<i>Scenario rentestand, %</i>							
laag	7,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
midden	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
hoog	7,5	8,0	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5

Enkele scenario's

Tabel 2 bevat de belangrijkste uitkomsten van een aantal cijferexercities, waarin de ontwikkeling van enkele budgettaire kernvariabelen wordt weergegeven onder bepaalde veronderstellingen. Deze exercitie betreft het mechanisch doorrekenen van enkele combinaties van tekortontwikkeling, renteverloop en (nominale) economische groei. Het gaat dus niet om simulaties met een econometrisch model. Doel hiervan is het illustreren van de gevoeligheid van de Belgische overheidsfinanciën voor tegenvallers en het aantonen van het belang van een snelle tekortreductie.

Het blijkt dat de ontwikkeling van de staatsschuld niet onbeheersbaar hoeft te zijn, zo lang het tekort maar binnen afzienbare termijn tot onder de toetredingsnorm voor fase drie van de EMU (3% bbp) wordt teruggebracht. De combinatie van een stevige tekortreductie en een nominale groei van ruim 5,25% leidt zelfs tot een duidelijke daling van de netto-schuldquote (scenario's I en V). Indien de economische groei evenwel lager uitvalt, komt ook de reductie van de schuldquote aanmerkelijk lager uit. Verder blijkt de gevoeligheid van de Belgische overheidsfinanciën voor een hogere rente. In geval van een hoog rentescenario is de benodigde ombuigingsinspanning (gedefinieerd als de vereiste stijging van het primaire overschot) aanmerkelijk ho-

ger. Dit vormt een goede indicatie van de kwetsbaarheid van de Belgische overheidsfinanciën voor aanvallen op de Belgische frank. Mocht een hogere rentedienst niet in de vorm van bezuinigingen of lastenverzwaringen worden verwerkt, maar uitmonden in een hoger tekort, dan ontwikkelt de staatsschuld zich verder in de verkeerde richting (scenario VII)

De vergrijzingsproblematiek

Een bijkomend probleem voor de Belgische overheidsfinanciën is gelegen in de vergrijzing van de bevolking. Evenals menig ander Europees land kampt ook België met een imposant reservoir aan ongedekte 'claims' uit hoofde van pensioenverplichtingen en toekomstige sociale uitkeringen. Dit betekent, dat zo ongeveer vanaf de eeuwwisseling de sociale zekerheid (incl. de ambtenarenpensioenen) omvangrijke tekorten zal gaan voortbrengen. Deze worden in een recente studie van de Belgische Kredietbank voor het jaar 2000 geschat op 5,7% van het bbp (1993: circa 4%), oplopend tot circa 10% bbp vanaf het jaar 2030 in een tamelijk gunstig conjunctuurscenario². Bij een minder gunstig scenario lopen deze jaarlijkse

1. De officiële titel luidt *Globaal Plan voor de werkgelegenheid, het concurrentievermogen en de sociale zekerheid*.
2. Kredietbank, Is de Belgische overheids-schuld nog beheersbaar?, *Weekberichten*, 27 mei 1994.

tekorten op tot boven de 12% bbp. Nu moeten dergelijke cijferexercities met grote voorzichtigheid worden behandeld, al was het alleen maar omdat het bepaald niet onwaarschijnlijk is, dat de overheid zal trachten de verschillende oude-dagsvoorzieningen in een andere vorm te gieten. Wel is duidelijk, dat België tot ver in de volgende eeuw bezig zal zijn met het orde op zaken stellen in de overheidsfinanciën.

De Europese dimensie

Het feit dat België streeft naar deelname aan fase drie van de EMU en dat althans de Europese politiek bereid is België als lid te aanvaarden, heeft een aantal curieuze neveneffecten.

Allereerst zal het de nodige moeite kosten om bij deelname van België aan de EMU-kopgroep Italië buiten de deur te houden. De toetredingscriteria zullen dan namelijk uiterst soepel moeten worden geïnterpreteerd. Tevens is het duidelijk dat deelname van twee landen waarvan de overheidsfinanciën zich in een verre van houdbare situatie bevinden, de geloofwaardigheid van de gehele EMU op het spel zou zetten. Maar alleen al het feit, dat in recente Franse en Duitse plannen om een EMU-kopgroep te vormen België wel, maar Ierland niet als lid wordt genoemd, duidt er op dat te zijner tijd de samenstelling van deze kopgroep niet zozeer door de economische criteria, alswel door een politiek krachtenspel zal worden bepaald. Maar zelfs indien deze politieke klip kan worden omzeild en België als lid wordt aanvaard, heeft dat enkele neveneffecten. Deelname aan fase drie van de EMU ontnemt de Belgische overheid de 'gemakkelijke' optie van devaluatie en het wegniffleren van de schuld. De hierboven gesignaleerde budgettaire problematiek wordt er echter geenszins door opgelost. Dit vergroot de kans dat, mocht België er niet in slagen de begrotingsproblemen in de rest van deze eeuw langs de weg van bezuinigingen op te lossen, de overheid in een klassieke déconfiture kan geraken. Het alternatief, een 'bail out' door de EU, zou de reputatie van de gehele EMU in diskrediet brengen. Tot slot zal het uitzicht op deelname van België aan de EMU-kopgroep, zonder dat het land daar economisch klaar voor is, kunnen leiden tot een aanval op de Belgische frank.

Gegeven het feit, dat een wat versnellende inflatie de Belgische overheid als debiteur niet slecht van pas zou komen, mag worden verwacht dat de financiële markten de frank aan de vooravond van fase drie niet zullen vertrouwen. De kans dat de schuldproblematiek van de Belgische overheid in 1996/8 afdoende is opgelost is nihil, terwijl na toetreding tot de EMU de devaluatie-optie niet langer bestaat. Een devaluatie op het allerlaatste moment mag daardoor niet worden uitgesloten, temeer daar de lange rente na toetreding tot fase drie in veel mindere mate of zelfs in het geheel niet een risicopremie voor verdere devaluaties zal bevatten. Naarmate de EMU dichterbij komt, wordt een aanval op de Belgische frank dan ook steeds waarschijnlijker.

Conclusies

Uit het voorgaande moet worden geconcludeerd dat de Belgische overheidsfinanciën er zorgelijk voorstaan. De begroting is buitengewoon kwetsbaar voor een tegenvallende conjunctuur en voor rentestijging. Elke tegenvaller vergroot weer de kwetsbaarheid voor volgende tegenvallers.

Een tweede conclusie luidt, dat in België nadrukkelijk een potentiële spanning bestaat tussen het monetaire en het budgettaire beleid. De begroting is dermate gevoelig voor mutaties in de korte rente, dat een monetaire verkrapping zich via oplopende rentelasten direct vertaalt in een verscherping van de budgettaire problematiek. Ofschoon er geen enkele twijfel moge bestaan omtrent de bereidheid van de Belgische centrale bank om zowel de interne als de externe waarde van de valuta te verdedigen, kan niet worden ontkend dat bij een rechtstreekse aanval op de frank de budgettaire consequenties van de verdediging via hogere geldmarkttarieven na enige tijd hoog kunnen oplopen. Ofschoon België dan meer steun vanuit de sterke valutalanden mag verwachten dan Ierland in januari 1993, kon de munt toch wel eens moeilijk te verdedigen blijken³.

Uit de risicoscenario's blijken tevens de 'zegeningen' van een hogere nominale economische groei. Een langdurig vol te houden matigingsbeleid leidt vroeger of later tot een zekere beleidsmoeheid. Als dan de feitelijke ontwikkeling ook nog eens tegenvalt, wordt de verleiding om

een deel van de schuld weg te infleren (bij voorbeeld via het loslaten van de koppeling van de frank aan de mark) wel heel erg groot. Dit geldt eens te meer als men verder gaat met de de-indexering van de economie, waardoor een aantrekkelijke inflatie zich in mindere mate vertaalt in hogere overheidsuitgaven. Ook hier moet worden opgemerkt dat de huidige beleidsmakers in België sterk geëngement zijn aan het sterke-valutabeleid, hetgeen uiteraard mede is ingegeven door de wens tot de EMU-kopgroep te behoren. Maar elk jaar waarin geen orde op zaken wordt gesteld, zal de wankelmoed dichterbij brengen. Het zogenaamde 'Leuvense manifest' getuigt van het feit, dat het harde-muntbeleid in België niet onomstreden is. Met dit manifest pleitte een groep van wetenschappers in de zomer van 1993 voor het loslaten van de koppeling van de frank aan de mark. Ofschoon bij de huidige lage korte rentevoeten de druk wat van de ketel is, mag in geval van hetzij een aanval op de frank, danwel een nieuwe periode van monetaire verkrapping in Duitsland worden verwacht, dat deze geluiden wederom zullen worden gehoord.

Verder kan worden geconstateerd, dat België op de wat langere termijn een groot budgettaire probleem gaat krijgen met de financiering van de sociale zekerheid. Dit duidt op een extra noodzaak om nog deze eeuw ingrijpend orde op zaken te stellen op de overheidsbegroting, omdat het land in de volgende eeuw budgettaire manoeuvreerruimte nodig zal hebben. Het voldoen aan de EMU-norm in 1996 moet dan ook eerder als een minimum randvoorwaarde dan als een voldoende resultaat worden gezien. Een te lakse houding nu vergroot de problemen op de wat langere termijn. In het ergste geval kan de Belgische overheidsschuld inderdaad de tijdbom blijken te zijn die sommigen er in zien.

Wim Boonstra

De auteur is hoofd Internationaal Onderzoek bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

3. Overigens heeft de Belgische overheid, om een dergelijke situatie te voorkomen, het afgelopen jaar weer een aanzienlijk deel van haar tekort met kortlopende Duitse markten gefinancierd.