

De schuld van België

De relatieve hoogte van de Nederlandse staatsschuld wordt binnen de OESO door slechts weinig landen overtroffen. Een van die landen is België. De Belgische staatsschuld is inmiddels dermate omvangrijk, dat de jaarlijkse rentebetalingen de hoogte van het tekort op de overheidsbegroting overtreffen. In dit artikel wordt besproken hoe de Belgische overheid met deze schuld omgaat. Allereerst worden de maatregelen beschreven waarmee het begrotingstekort wordt teruggedrongen. Daarna komen financiële innovaties aan de orde, waarmee de overheid de schuld goedkoper wil financieren.

DRS. L.J.R. SCHOLTENS*

De Belgische staatsschuld is na de eerste oliecrisis zeer sterk gestegen. Bedroeg deze in 1975 40% van het bruto nationaal produkt (bnp), in 1987 was de schuld toegenomen tot 125%. De overheidsschuld in Nederland nam in deze periode toe van circa 45% tot zo'n 80% van het bnp. De Belgische regering heeft alle mogelijke middelen aangegrepen om de schuldgroei binnen de perken te houden. De schuld heeft inmiddels echter een zichzelf versterkend karakter gekregen. De rentebetalingen op de schuld dragen in belangrijke mate bij tot het aanzienlijke tekort op de overheidsbegroting. Dit begrotingstekort doet de schuld verder toenemen: het beruchte sneeuwbaaleffect van de schuld¹.

In dit artikel wordt nader ingegaan op de schuld van de Belgische overheid. Daartoe wordt eerst de economische ontwikkeling in België in de afgelopen twintig jaar geschetst. Vervolgens worden de overheidsfinanciën nader belicht. De samenstelling van de Belgische rijksschuld wordt in een aparte paragraaf uiteengezet. Daarna wordt ingegaan op de wijze waarop de Belgische overheid de schuldgroei tracht te beheersen. Ten slotte wordt dit schuldmanagement beknopt vergeleken met het Nederlandse schuldbeleid.

De Belgische economie

De Belgische industrie werd in het begin van de jaren zeventig gekenmerkt door een groot aandeel van sectoren die weinig concurrerend waren op de wereldmarkt, zoals de mijnbouw, de staal- en de textielsector. Zowel naar produkt als afzetgebied was de samenstelling van het uitvoerpakket ongunstig. Door de sterke stijging van de grondstoffenprijzen en de daardoor in gang gezette loon-prijsspiraal zagen de meeste ondernemers de arbeidskosten sterker groeien dan de produktiviteit. Als klein land heeft België weinig mogelijkheden om prijsveranderingen door te berekenen in de prijzen van eindprodukten. Hierdoor kwam de winstgevendheid onder druk te staan; in de industrie liep deze veel sterker terug dan in landen als Frankrijk en de Bondsrepubliek². Een oplopende premie- en belastingdruk

droeg daar eveneens aan bij. De vermogensstructuur van het bedrijfsleven verslechterde en activiteiten moesten in toenemende mate met vreemd vermogen worden gefinancierd.

In 1980 kwam er een einde aan dit proces. De stijging van de loonkosten per eenheid eindprodukt liep fors terug door toedoen van overheidsmaatregelen aan het loonfront. De lonen werden tijdelijk bevroren en de premies geleidelijk verminderd. Een sterke depreciatie ten opzichte van de dollar leidde tot een forse daling van de effectieve wisselkoers in 1980 en 1981. De depreciatie met 8,5% ten opzichte van de belangrijkste EMS- valuta in februari 1982 droeg ook bij tot de verdere gunstige ontwikkeling van de Belgische concurrentiepositie. De looningsrepen van de overheid voorkwamen nu het in werking treden van de loon-prijsspiraal. Zodoende werd een sterke exportgroei mogelijk gemaakt, waardoor de financiële positie van met name exporterende industrieën geleidelijk verbeterde. In het midden van de jaren tachtig droeg deze verbetering bij aan de groei van de investeringen. Terwijl de bruto investeringen in de jaren 1973-1983 met gemiddeld 0,1% per jaar afnamen, stegen ze in de periode 1984-1987 met gemiddeld 3,7%³.

Om de macro-economische ontwikkeling van België in de afgelopen twintig jaar te illustreren, zijn in de tabel enkele kerngegevens over de Belgische economie vermeld. In deze twintig jaar is de samenstelling van de groei in de zeer open Belgische economie duidelijk veranderd. Met name de investeringen en de overheidsconsumptie vertonen een opvallende ontwikkeling. De eerste bestedingscategorie levert in de jaren 1975-1981 gemiddeld een negatieve bijdrage aan de groei. De overheidsconsumptie en de export geven in deze

* De auteur is verbonden aan de vakgroep macro-economie van de Universiteit van Amsterdam.

1. OESO, *Economic Surveys*, Belgium/Luxembourg, Parijs, 1988a, blz. 29-37; *Miljoenennota 1989*, blz. 346; DNB, *Jaarverslag 1984 en 1987*, Statistische Bijlage blz. 43.

2. OESO, *Economic Surveys*, Belgium/Luxembourg, Parijs, 1986, blz. 24.

3. OESO, 1988a, blz. 18-22; OESO, *Economic Outlook*, nr. 44, Parijs, december 1988b, blz. 170; L. van Heden, *Het Belgische keurslijf*, *Maandschrift Economie*, jg. 52, nr. 6, 1988, blz. 438-439.

Tabel. Kerngegevens Belgische economie, 1968-1990 (gemiddelde waarde per periode)

	68-74	75-81	82-87	88-90 ^a
Reële procentuele groei van de bestedingen				
- particuliere consumptie	5,2	2,4	1,5	2,3
- overheidsconsumptie	4,8	3,3	0,5	0,2
- bruto investeringen	4,0	-1,4	1,4	6,2
- uitvoer goederen/diensten	10,0	4,6	4,1	6,1
- invoer goederen/diensten	11,7	3,9	3,9	6,3
- bnp	5,1	1,8	1,5	2,8
Werkloosheid (% beroepsbevolking)	2,3	7,0	12,0	10,2
Rijksschuld (% bnp)	46,5	49,0	97,2	118,7

Bron: OESO, *Economic Outlook* en IMF, *International Financial Statistics* a. Prognose.

periode de belangrijkste impulsen aan de groei. In de periode 1982-1987 is de groeibijdrage van de overheidsconsumptie sterk teruggelopen. De groei is in deze periode vooral het gevolg van de exportvraag en de binnenlandse particuliere vraag. Vanaf het begin van de jaren zeventig tot aan het midden van de jaren tachtig is de werkloosheid voortdurend gestegen. In 1973 is 2,3% van de beroepsbevolking werkloos. De werkloosheid bereikt in 1985 een hoogtepunt met 13,0%, om daarna geleidelijk te verminderen. De rijksschuld stijgt sterk in de jaren zeventig en tachtig.

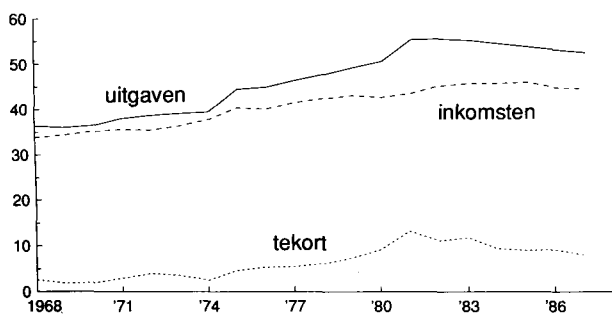
De bnp-groei van België zal in de komende jaren volgens de OESO vooral het gevolg zijn van de investeringsvraag. De bijdrage van het buitenland is per saldo negatief. De consumptieve vraag is bijna volledig afkomstig van de particuliere sector. De werkloosheid loopt iets terug maar blijft hoog. De rijksschuld blijft stijgen⁴.

De ontwikkeling die de Belgische economie in de afgelopen twintig jaar doormaakte, trad op in bijna alle andere Westeuropese landen. De recessie lijkt in België echter ingrijpender gevolgen te hebben gehad dan elders. De groei was in de jaren zeventig beduidend lager dan in de meeste andere OESO-lidstaten, terwijl de werkloosheid en het financieringstekort van de overheid veel sneller stegen. Het omvangrijke financieringstekort lag ten grondslag aan de snelle groei van de Belgische overheidsschuld. Dit gegeven vormt aanleiding om de reactie te bekijken van de overheid op de economische ontwikkeling.

Overheid

Het macro-economische beleid van de regering was in de jaren zeventig gericht op het zoeken van korte-termijn-

Figuur 1. De ontwikkeling van de uitgaven, inkomsten en het tekort van de Belgische overheid, 1968-1987 (in % bnp)



Bron: OESO en Ministerie van Financiën

oplossingen voor structurele problemen. Met de aanpak van onderliggende oorzaken werd pas in de jaren tachtig een begin gemaakt. Het beleid in de jaren daarvoor had de problemen inmiddels verergerd.

Het overheidsbeleid bewoog zich in de jaren zeventig en tachtig op drie terreinen, te weten de vermogensstructuur van bedrijven, de positie van werknemers en de taken van de overheid.

Ten eerste probeerde de regering de verslechtering van de vermogensstructuur van de bedrijven te verhelpen met steunverlening. In de jaren zeventig had deze steun vooral de vorm van subsidies. Aan het begin van de jaren tachtig kwamen belastingvoordelen in zwang. De overheidsinkomsten konden de forse uitgavengroei evenwel niet bijbenen. Dit maakte een herziening van de steunmaatregelen noodzakelijk. Vanaf 1982 ging de overheid over tot een voorwaardenscheppend beleid, dat gericht was op een vergroting van de investeringsvraag van bedrijven. De verbetering van de financieringsmogelijkheden en de stimulering van zowel uitvoer als activiteiten op het gebied van onderzoek en ontwikkeling waren onderdelen van dit beleid. Ook loonmatiging ging een belangrijke plaats innemen. Speciale aandacht was er verder voor de herstructurering van specifieke sectoren (mijnbouw, scheepsbouw, de glas-, de textiel- en de staalsector).

Het tweede terrein waarop de overheid ingreep was de positie van de werknemer. Door uitbreiding van het stelsel van sociale zekerheid werd getracht vraagtuitval te voorkomen. Op langere termijn keerde dit beleid zich evenwel tegen de beleidsmakers. Voor deze stelseluitbouw bleken hogere sociale premies en belastingen nodig, waardoor de binnenlandse vraag verminderde en het beroep op de sociale zekerheid toenam. Hogere arbeidskosten hadden een afnemende investeringsvraag tot gevolg. De penibele financiële positie van de regering leidde daarom in 1984 tot forse ingrepen in het sociale-zekerheidsstelsel. Met volmacht kon de regering zonder instemming van het parlement maatregelen nemen op dit terrein. De overheidsinvesteringen werden bevroren en de gemeentefinanciën aangepakt. Loonmatiging bleef onderdeel van het beleid en er werden maatregelen genomen om de werking van de arbeidsmarkt te verbeteren. De regering ging later door op de weg van matiging van arbeidskosten en flexibilisering van de arbeidsmarkt, terwijl men bleef bezuinigen op de sociale zekerheid⁵.

Ten derde breidde de overheid in de jaren zeventig het aantal en de intensiteit van haar taken sterk uit. Door de werkgelegenheid in de collectieve sector te laten stijgen werd geprobeerd de arbeidsuitstoot van de industrie op te vangen. Ook hier keerde de wal het schip. Hogere overheidsuitgaven noodzaakten tot hogere belastingen, wat leidde tot stijgende arbeidskosten.

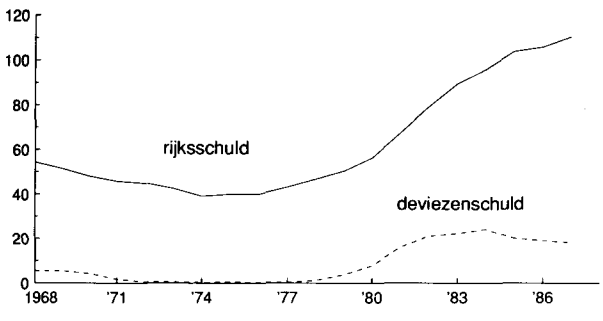
Enkele belangrijke financiële gevolgen van bovenge-noemd beleid zijn terug te vinden in figuur 1. Hierin is de ontwikkeling weergegeven van de overheidsuitgaven en -inkomsten als percentage van het bnp in de periode 1968-1987. Tevens is het overheidstekort in deze figuur getekend. Als maatstaf voor dit tekort hanteert men in België meestal het begrip 'netto te financieren saldo' (nfs)⁶. Vanaf 1975 namen uitgaven en tekorten sterk toe. In 1981 was het nfs het hoogst: 13,2% van het bnp. De samenstelling

4. OESO, 1988b, blz. 105-106.

5. W.A. Moesen, Krimpbudgettering in België, *ESB*, jg. 72, nr. 3627, 14 oktober 1987, blz. 973-976; F. Spinnewijn, De hervorming van de sociale zekerheid en het sociaal-economisch beleid in België, *Maandschrift Economie*, jg. 52, nr. 5, 1988, blz. 341.

6. Het nfs is het saldo van de totale ontvangsten en uitgaven op kasbasis die voortvloeien uit de verrichtingen op de nationale begroting, verhoogd met het saldo op kasbasis van de verrichtingen van de schatkist buiten de begroting en het saldo van de ontvangsten en uitgaven van de gewesten en gemeenschappen.

Figuur 2. De ontwikkeling van de rijksschuld en de deviezenschuld van de Belgische overheid, 1968-1987 (in % bnp, exclusief gedebudgetteerde schuld)



Bron: IMF en Ministerie van Financiën.

van de overheidsuitgaven is in de loop van de beschouwde periode ingrijpend veranderd. Zo namen de rentelasten toe van minder dan 10% van de totale uitgaven in de jaren zeventig tot 20% in het midden van de jaren tachtig. In 1987 waren de rentelasten hoger dan het nfs. De komende jaren lijkt dit ook het geval te zullen zijn. De schuld vormt hierdoor de bron van haar eigen groei: het sneeuwbaaleffect.

Schuld

Sinds de tweede helft van de jaren zeventig is de rijksschuld sterk toegenomen. In 1987 was de officiële schuld meer dan tweeënhalve maal zo groot als in 1975: 110 respectievelijk 40% van het bnp. Deze stijging is duidelijk uit figuur 2 af te lezen. De samenstelling naar looptijd en valuta onderging ingrijpende wijziging. De schuld bleef evenwel voor het overgrote deel (ca. 75%) in handen van binnenlandse financiële instellingen⁷.

In figuur 2 is ook de *deviezenschuld* van de Belgische staat weergegeven. Deze nam explosief toe: van nog geen half procent van het bnp in 1976 tot bijna een kwart van het bnp in 1984. Daarna nam het relatieve belang ervan iets af. Eind 1987 bedroeg de deviezenschuld in Bf 1.045 miljard en bestond ze voor 44% uit Duitse markten, 28% Zwitserse franken, 10% Nederlandse guldens, 10% Japanse yens en voor 8% uit Amerikaanse dollars⁸. Een deviezenschuld brengt een wisselkoersrisico met zich mee. Dit vergroot de onzekerheid over het bedrag in Belgische franken dat in de toekomst moet worden terugbetaald.

Een ander aspect van de rijksschuld betreft de samenstelling naar *looptijd*. Hierbij valt op dat na 1975 vooral de korte schuld (maximaal 1 jaar) aanzienlijk groeide. In dat jaar was 15% van de schuld kortlopend; via 26% in 1980 liep dit op tot 38% in 1986. In sommige jaren werd bijna tweederde van de financieringsbehoefte in korte middelen opgenomen. In een tijd met hoge rentestanden wordt door looptijdverkorting de invloed van de hoge rente tot een minimum beperkt. Deze verkorting brengt echter ook een verhoging van de financieringslast op korte en middellange termijn met zich mee.

Naast de officiële schuld kent België een aanzienlijke *gedebudgetteerde schuld*. Dat is de schuld die is aangegaan door autonome fondsen en instellingen voor rekening van de Schatkist, de gemeenten of de gewesten door uitgifte van leningen of voorgefinancierd door financiële instellingen. Door allerlei uitgaven buiten de begroting te brengen wordt het inzicht in de financiële positie van de overheid vertroebeld. Het Ministerie van Financiën en de Nationale Bank van België (NBB) hanteren verschillende maatstaven voor de gedebudgetteerde schuld. Volgens de

eerste bedroeg deze eind 1987 zo'n 5,5% van het bnp; de NBB achtte een percentage van 9,5 reëler⁹. De OESO schat de omvang nog hoger in: 16% in 1986. Inclusief de gedebudgetteerde schuld bedroeg de totale schuld van de Belgische staat volgens de OESO aan het eind van 1987 naar schatting 125% van het bnp: ongeveer Bf 6.160 miljard¹⁰.

Bij een vergelijking van de figuren valt op dat de schuld gestaag blijft toenemen, ook na de geleidelijke vermindering van het nfs sinds 1981. Dit vloeit voort uit het sneeuwbaaleffect, dat samenhangt met de trendmatige ontwikkeling van het bnp en de rente. In een kleine open economie hebben de beleidsmakers weinig invloed op deze variabelen als ze tegelijkertijd streven naar een stabiele nominale effectieve wisselkoers. Dit laatste is in België het geval door de deelneming aan het EMS. Een aanwijzing voor de mogelijkheid die de regering heeft om de sneeuwbal af te remmen, is het berekenen van het begrotingssaldo, exclusief rentebetalingen, dat zou moeten worden gerealiseerd om de schuld stabiel te houden met het bnp¹¹. In 1987 zou het begrotingssurplus exclusief rentebetalingen dan 5,5% moeten hebben bedragen. In werkelijkheid was het iets meer dan 3%. De sneeuwbal blijft dus doorrollen. Uit een aantal simulaties op basis van het Interlink-model van de OESO blijkt in welke mate de Belgische rijksschuld de komende jaren kan toenemen. Afhankelijk van de veronderstellingen komt de OESO op een schuld van 127 tot 139% van het bnp in 1992, exclusief de gedebudgetteerde schuld.

Schuldmanagement

De omvangrijke schuld en de grote tekorten brengen problemen met zich mee, zoals de vermindering van de beleidsmogelijkheden van de regering en de verdringing van de private sector op de binnenlandse kapitaalmarkt¹². Het terugdringen van het overheidstekort werd daarom in het begin van de jaren tachtig tot de belangrijkste beleidsdoelstelling verheven. Het begrotingsbeleid werd daartoe drastisch door de Belgische regering gewijzigd en er werd een begin gemaakt met de verbetering van de structuur van de kapitaalmarkt, waar de regering haar middelen moest zien te verwerven. Die structuurveranderingen werden voor een belangrijk deel ingegeven door ontwikkelingen die zich in het internationale financiële bestel voordeden, zoals globalisering, automatisering, deregulering en effectisering.

Er zijn veel begrotingsplannen sinds het begin van de jaren tachtig gepresenteerd: Herstelplan, Meerjarenplan, Pinksterplan, Vastenplan, Annaplan. Hier worden slechts

7. Colette Morel, *Aperçu de la dette publique de 1950 à 1985 et des instruments de financement*, *Revue de la Banque*, jg. 49, nr. 9/10, 1985, blz. 13-22.

8. Ministerie van Economische Zaken, *Kwartaaloverzicht van de economie 1/88*, 1988, blz. 34; Morel, op. cit., blz. 16-17.

9. Ministerie van Economische Zaken, op. cit., blz. 35; Morel, op. cit., blz. 18.

10. OESO, 1988a, op. cit., blz. 46, 97 en 115.

11. Dat is het geval wanneer de volgende gelijkheid opgaat: $b = s \times (r-n)/(1+n)$. Waarin b het begrotingssaldo is (in % van het bnp) exclusief rentebetalingen; s is het niveau van de overheidsschuld (in % van het bnp); r is de feitelijke rente op de overheidsschuld en n is de nominale bnp-groei: Cruciaal is de verhouding tussen de rente die moet worden betaald over de overheidsschuld en de nominale bnp-groei. Als de rente hoger is dan de groei zal het begrotingsoverschot moeten toenemen om de schuld te stabiliseren. Zie: Robert W.R. Price, Jean-Claude Chouraqui, *Public sector deficits: problems and policy implications*, in: OESO, *Occasional Studies*, Parijs, juni 1983, blz. 42-43.

12. Zie voor een overzicht van definitiekwesties ten aanzien van overheidsschuld en -tekort en van (vermeende) voor- en nadelen: J. de Haan, 1987, *The (un)importance of public debt: a review essay*, *De Economist*, jg. 135, nr. 2, blz. 367-384.

de belangrijkste punten van de plannen behandeld. In 1982 werden voor het eerst tekortdoelstellingen voor de begroting geformuleerd. Deze werden niet bereikt, omdat nauwelijks maatregelen werden voorgesteld die tot een verkleining van het tekort zouden kunnen leiden. In 1984 formuleerde de regering weer dergelijke doelstellingen, maar nu ook een reeks maatregelen om ze te bereiken: beperking van de loongroei, vermindering van departementale uitgaven, bezuinigingen op de sociale zekerheid. Dit plan had in ieder geval als resultaat dat de groei van de overheidsuitgaven werd geremd en dat het tekort iets terugliep. De gunstige internationale economische ontwikkeling droeg ook bij aan deze trendbreuken. De tekortnormen werden echter niet gerealiseerd. Dit was aanleiding voor een nieuw plan in het voorjaar van 1986, dat een verkleining van het tekort beoogde tot 7% van het bnp in 1989. Dank zij aanvullende bezuinigingen en een gunstige economische groei (noemereffect) lijkt dit doel binnen bereik te zijn. De tekortreductie werd vooral bereikt met voor Nederland bekende methoden, zoals bezuinigingen op sociale zekerheid en op overheidsinvesteringen en met het vooruitschrijven van uitgaven en het naar voren halen van inkomsten. Daarnaast maakte de regering gebruik van drie minder conventionele methoden, te weten debudgettering, schuldherschikking en goudverkoop.

Debudgetteren

Door bepaalde uitgaven buiten de begroting in aparte fondsen onder te brengen worden de overheidsuitgaven ogenschijnlijk verminderd. De rente- en aflossingsverplichtingen komen echter wel ten laste van de rijksbegroting. De belangrijkste debudgettaire schuldcategorieën zijn te vinden bij de bijzondere financiering door lokale besturen en bij de Nationale Maatschappij ter financiering van de Nationale Sectoren.

Schuldherschikking

Mede door schuldherschikking tracht de regering de rentelast te verlagen en de aflossingen naar de toekomst te verschuiven. Op de internationale financiële markten heeft de regering een deel van de buitenlandse schuld in 1984 en 1985 op een marktconforme manier geherstructureerd. Op de nationale financiële markten tracht ze dit ook te bereiken, maar het gegeven dat deze markten veel minder perfect zijn dan de internationale markten staat marktconformiteit in de weg. In beperkte mate geldt dat voor de omzetting van schatkijscertificaten in papier op (middel)lange termijn, een activiteit die vanaf 1983 plaatsvindt.

De marktconformiteit komt vooral in het gedrang bij de schuldherschikking van langlopende leningen. Zo heeft in 1986 en 1988 een schuldherschikking plaatsgevonden ten aanzien van obligaties met een rente boven het plafond van 8 respectievelijk 7,75%. Beide keren kwam de minister van Financiën met de financiële instellingen overeen om de verschuldigde couponrente boven de renteplafonds om te zetten in een zogenaamde regularisatielening met een looptijd van acht jaar. De rente lag eerst 1% onder de marktrente maar mocht stapsgewijs daar naar toekruipen. Door deze herschikking vermindert de regering op korte termijn haar uitgavenverplichtingen en wordt ook de reële last teruggebracht. Dit gaat ten koste van de financiële instellingen. Ze hebben er echter beide keren mee ingestemd omdat de minister beloofde hen niet te treffen met specifieke fiscale maatregelen.

Goudverkoop

Een zeer opmerkelijke manier van de Belgische regering om haar inkomsten te vergroten is haar aanval op de goudvoorraad van de NBB. De Nationale Bank heeft statutair weinig mogelijkheden om zich hiertegen te verweren. Daarom was ze in 1987 in feite gedwongen mee te werken

aan de uitgifte van een gouden ecu-munt ter gelegenheid van de dertigste verjaardag van het Verdrag van Rome. Dit verminderde de goudvoorraad met bijna 10 ton, ongeveer 1,5% van de nationale goudvoorraad. De NBB haastte zich daarop de regering een nieuw monetair statuut te laten ontwikkelen, dat de goudverkoop aan banden moet leggen. Het wetsvoorstel ter instelling van dit statuut is tamelijk gunstig voor de regering. De uitgifte van goudmunten wordt beperkt tot maximaal 2,75% van de goudvoorraad. De opbrengst van de omzetting van goud in deviezen zal op een reserverekening worden gestort waar de staat niet aan kan komen. De NBB zal in 1989 in ieder geval een extra afdracht aan de staat van Bf 7 miljard moeten zien te bewerkstelligen¹³. Daarna is het oneigenlijk gebruik van de goudvoorraad niet langer mogelijk.

Naast het verminderen van de huidige en toekomstige financieringsbehoefte behelst schuldmanagement ook het zo goedkoop mogelijk financieren van het overheidstekort. Hier komt de zogenaamde *financiële innovatie* om de hoek kijken. Dit kan immers onder andere als doel hebben de financiële structuur van een organisatie te verbeteren en middelen efficiënter te verwerven. Een driedeling naar de orde van financiële innovatie is gemaakt door Dufey en Giddy¹⁴. Hun indeling wordt gehanteerd bij de bespreking van financiële innovatie in België.

In de eerste plaats valt *proces-innovatie* te onderscheiden. Deze financiële innovatie is technologisch van aard en heeft bij voorbeeld betrekking op het gebruik van technologie bij koersvorming en transacties. In België zijn pas zeer recentelijk aanzetten gegeven tot ingrijpende innovatie op dit terrein. Zo wenst minister van Financiën Maystadt dat de beurs de continue handel, de clearing en de orderrouting gaat automatiseren.

Financiële innovatie heeft ten tweede betrekking op de ontwikkeling van nieuwe financiële instrumenten: *produkt-innovatie*. Van deze financiële innovatie heeft de Belgische overheid voornamelijk gebruik gemaakt toen ze middelen op de internationale kapitaalmarkt wenste te lenen (onder andere 'medium-term notes', 'Euro-commercial paper' en 'floating rate notes').

Deregulering van de markt is het derde element van financiële innovatie. Het gaat daarbij om institutionele veranderingen. Sinds kort zijn door de Belgische overheid aanzetten tot deregulering gegeven. Het begon voorzichtig in 1987 met de uitgifte van een staatslening volgens een tendersysteem. In 1988 kwam Maystadt met substantiële dereguleringsvoorstellen: de beleggingsplicht voor verzekeraars moet op de helling, de beursbelasting wordt verminderd of zelfs afgeschaft, er komt een eind aan de monopoliepositie van de beursmakelaars en een groot deel van de huidige onderhandse effectenhandel zal via de beurs moeten lopen.

Tot slot: Nederland - België

De toeneming van het aandeel van de collectieve uitgaven in het bnp was in Nederland en België in de afgelopen twintig jaar van vergelijkbare omvang. De overheidstekorten waren in die tijd in België echter meestal veel groter dan in Nederland. De omvang van de overheidsschuld groeide in Nederland daardoor langzamer dan in België: in 1987 was deze schuld in Nederland 80% van het bnp en in België 125%. Dit roept de vraag op hoe in Nederland het schuldmanagement geschiedt.

13. *Financieel-ekonomische Tijd*, 19 september 1988.

14. G. Dufey en I.H. Giddy, *The evolution of instruments and techniques in international financial markets*, SUERF Series 35A, Tilburg, 1981, blz. 1.

Na de oliecrisis van 1973 kreeg Nederland met vergelijkbare economische problemen te kampen als België. De reactie van de Nederlandse regering stemde grotendeels overeen met die van België. Ondanks omvangrijke aardgasbaten werd de financiële situatie ook in Nederland in het begin van de jaren tachtig knellend. Het terugdringen van het financieringstekort werd de belangrijkste beleidsdoelstelling. De tekortreductie is in Nederland evenwel minder succesvol geweest dan in België; vanaf 1982 is het Belgische tekort met 4,1 procentpunt verminderd, het Nederlandse met 1,2 procentpunt¹⁵. Hoewel voor velen zeer ingrijpend, zijn de maatregelen in Nederland in het algemeen minder rigoreus geweest dan in België. Zo schuwt men in Nederland het regeren bij volmacht en voert men een flankerend beleid op het gebied van de sociale zekerheid (onder andere door individualisering).

Het middel van het naar voren halen van inkomsten en het uitstellen van uitgaven wordt in Nederland, net als in België, volop toegepast. Debudgetteringingen worden ook gebruikt om het financieringsbeeld op te poetsen, maar zijn veel geringer dan in België. Schuldheroschikking is door de Nederlandse centrale overheid slechts in zeer beperkte mate en geheel marktconform gehanteerd. Goudverkoop is in het verleden wel geopperd, maar kon altijd op een fel weerwoord rekenen van de Nederlandsche Bank. Zo reageerde president Zijlstra in zijn laatste 'Verslag van de President' furieus op een voorstel tot goudverkoop van buitengewoon hoogleraar en D'66-er Gans. De oorzaken van de bestaande onevenwichtigheden werden er volgens Zijlstra niet door verminderd en het vertrouwen in het financieel en monetair beleid zou ernstig worden aangetast. Daarnaast zou goudverkoop een vorm van monetaire financiering inhouden, waardoor de inflatie zou worden aangewakkerd. Een en ander zou ongetwijfeld leiden tot een hogere risicopremie op schuldtitels van de centrale overheid¹⁶.

De financiële innovatie lijkt in Nederland iets verder voortgeschreden dan in België. Dat betreft vooral de situatie op de beurzen. Hoewel niet vooroplopend, is de Nederlandse beurs tamelijk modern en wordt steeds naar nieuwe mogelijkheden gezocht om de handel efficiënter te laten verlopen. Produktinnovatie is in beide landen tamelijk beperkt, omdat vooral de markten voor kort geld (kasgeldleningen, schatkiscertificaten) reeds goed ontwikkeld zijn. In tegenstelling tot de Belgische overheid leent de Nederlandse niet in vreemde valuta en maakt ze in het binnenland in beperkte mate gebruik van produkt-innovatie (on-

der andere door 'toonbank'uitgifte van schatkistpapier en 'bullet'leningen). De tendens tot looptijdverkorting van de schuld is in Nederland veel geringer dan in België en lijkt bovendien slechts van beperkte duur te zijn geweest¹⁷. De Nederlandse kapitaalmarkt was in het verleden minder liberaal dan de Belgische, maar deze achterstand lijkt nu verdwenen.

Interessant is natuurlijk een eendoordeel over het schuldmanagement van Nederland en België. Daarbij wordt gebruik gemaakt van een classificatie van Zijlstra voor de tekorten van de publieke sector¹⁸. Hij maakt een indeling in vijf klassen voor de financiering van deze tekorten:

- het tekort kan met de nationale besparingen worden gedekt;
- het tekort kan op de binnenlandse kapitaalmarkt worden gefinancierd;
- het tekort moet in nationale valuta op de buitenlandse kapitaalmarkt worden gefinancierd;
- het tekort moet worden gedekt door het uitschrijven van leningen in buitenlandse valuta op de binnenlandse markt;
- het tekort moet worden gedekt door op buitenlandse markten in vreemde valuta middelen op te nemen.

Op grond van deze classificatie en de constatering in het voorgaande kan gesteld worden dat Nederland zich in de tweede klasse bevindt, terwijl België momenteel in de vierde klasse te vinden is. Buitenlandse beleggers brengen hun geld naar Nederland, terwijl de Belgische overheid een deel van haar geld uit het buitenland moet halen. De Nederlandse overheid kan daarom als een betere debiteur dan de Belgische bestempeld worden¹⁹. Maar de Belgische regering is sinds enkele jaren volop bezig met een inhaalrace. De grotere schuld vormt echter een blok aan haar been.

Bert Scholtens

15. *Miljoenennota*, 1989, blz. 19.

16. DNB, *Jaarverslag 1980*, blz. 23.

17. M.J.L. Jonkhart en B.G.J. Walschots, *Het financieringsbeleid van de Staat der Nederlanden*, ESB, 6 januari 1988, jaargang 73, nr. 3638, blz. 30-33.

18. DNB, *Jaarverslag 1980*, blz. 21.

19. Ook in het oordeel over de kredietwaardigheid van landen, zoals die bij voorbeeld twee maal per jaar in de *Institutional Investor* wordt vermeld, blijkt Nederland als een meer solide debiteur te worden aangemerkt dan België.