



STUDIECENTRUM VOOR ECONOMISCH EN SOCIAAL ONDERZOEK

**VAKGROEP PUBLIEKE ECONOMIE**

**MARKTEFFICIENTIE EN BUDGETTAIRE IMPLICATIES  
VAN HET VERNIEUWD SCHULDBEHEER  
IN BELGIE**

**J. VANNESTE (\*)  
D. VAN REETH (\*\*)**

Rapport 92/278

November 1992

*(\*) Hoofddocent UFSIA - U.I.A.*

*(\*\*) Wetenschappelijk medewerker UFSIA*

*De auteurs danken dr. F. Heylen, dr. D. De Graeve en drs. F. Schroyen voor hun waardevolle opmerkingen bij een vorige versie van het rapport. De auteurs blijven verantwoordelijk voor overblijvende fouten.*

Universitaire Faculteiten St.-Ignatius  
Prinsstraat 13 - B 2000 Antwerpen  
D/1992/1169/18

## ABSTRACT

Het beheer van de Belgische overheidsschuld heeft de jongste jaren ingrijpende wijzigingen ondergaan. Deze paper belicht dit vernieuwd schuldbeheer, dat onder druk van zowel interne als externe factoren tot stand is gekomen. In eerste instantie worden enkele algemene beleidswijzigingen besproken: afbouw van de monetaire financiering, koppeling Belgische Frank-Duitse Mark, verlaging roerende voorheffing. Vervolgens komen de concrete wijzigingen wat betreft de financiering van de overheidsschuld aan bod. Bij de hervorming van de markt voor schatkistcertificaten lag de nadruk op het verhogen van de concurrentie bij de emissie, en het stimuleren van de secundaire markt. Het beheer van de geconsolideerde Rijksschuld werd gemoderniseerd door de introductie van lineaire obligaties enerzijds en volksleningen anderzijds. In de paper wordt ingegaan op de efficiëntie van dit vernieuwd schuldbeheer, en op de budgettaire implicaties ervan voor de overheid.

## INHOUD

<u>Inleiding</u>	1
1. <u>De Rijksschuld in perspectief</u>	2
2. <u>De interne factor van het innovatieproces</u>	3
2.1 Het sneeuwbaaleffect van de rentelasten	3
2.2 De instrumenten	4
3. <u>De externe factor van het innovatieproces</u>	6
3.1 De vorming van de Economische Monetaire Unie (EMU)	6
3.2 De EMU-begrotingsnorm: haalbaarheid en wenselijkheid	8
4. <u>De EMU en innovaties in het schuldbeheer</u>	10
4.1 De schuldcel: katalysator voor een vernieuwd schuldbeheer	10
4.2 Het afbouwen van de monetaire financiering	11
4.3 De verlaging van de roerende voorheffing en de koppeling BEF-DM	12
5. <u>De nieuwe instrumenten voor het beheer van de Rijksschuld op korte termijn</u>	13
5.1 De hervorming van de markt voor schatkistcertificaten	13
5.1.1 De primaire markt	13
5.1.2 De secundaire markt	14
5.2 De hervorming van de markt voor schatkistcertificaten in België: een eerste appreciatie ...	16
5.2.1 Eénmalige positieve effecten van de hervorming	16
5.2.2 Structurele baten van de hervorming	16
6. <u>De nieuwe instrumenten voor het beheer van de geconsolideerde Rijksschuld</u>	21
6.1 De lineaire obligaties: een successtory op de lange termijnmarkt	21
6.2 De afroaming van het producentensurplus door de overheid: de budgettaire besparing van het OLO-systeem	23
6.3 De volksleningen: een bekend produkt via een nieuw distributiekanaal	26
7. <u>Samenvatting en besluit</u>	27

## Inleiding

Door de hoge schuldquote, de jaarlijkse schuldtoename en de hoge rentefactuur is het beheer van de overheidsschuld, noodgedwongen, uitgegroeid tot een prioriteit van het overheidsbeleid in België. De Rijksschuld (sensu stricto) bedraagt thans in België meer dan 8 000 miljard BEF, of ruim 110 % van het BNP. Om echter de totale schuld van de centrale overheid te kennen - het meest ruime concept op het niveau van de centrale overheid - moet daar nog de gedebutgeteerde schuld en de gewaarborgde schuld van nationale openbare instellingen - zoals de openbare kredietinstellingen en de overheidsbedrijven - bijgevoegd worden.

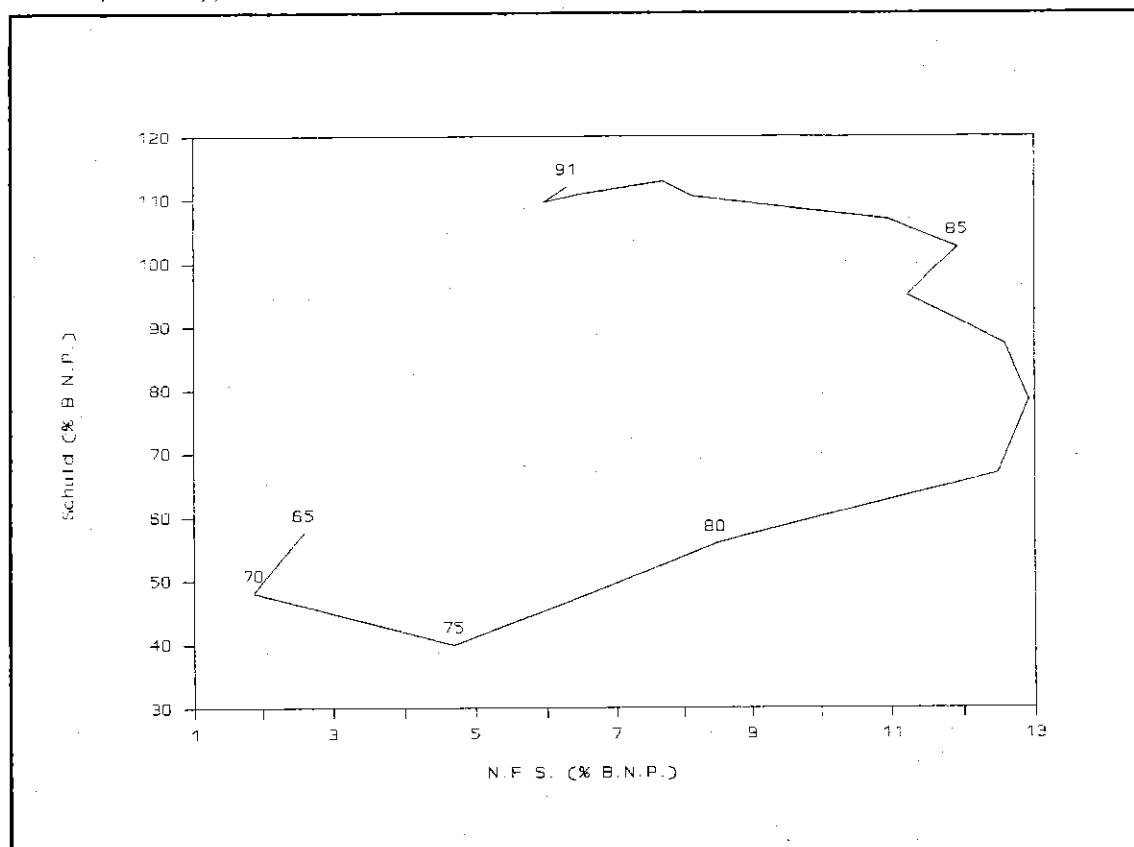
Deze bijdrage beperkt zich tot de recente innovaties in het beheer van de Rijksschuld in België. Meer concreet wordt de efficiënte werking van de markt en de budgettaire impact van dit vernieuwd schuldbeheer onderzocht. Sectie 1 behandelt de evolutie van de Rijksschuld. De interne en externe factoren van het innovatieproces komen aan bod in secties 2 en 3. In sectie 4 wordt ingegaan op de innovaties in het schuldbeheer ten gevolge van de vorming van de Economische en Monetaire Unie. De concrete hervormingen van het instrumentarium voor het beheer van de overheidsschuld komen tenslotte aan bod in sectie 5 voor wat betreft de korte termijnschuld en in sectie 6 voor de lange termijnschuld. Tevens wordt even ingegaan op de implicaties voor de rendabiliteit van de financiële sector. De belangrijkste bevindingen worden samengevat in sectie 7.

## 1. De Rijksschuld in perspectief

Op 1 januari 1992 bedroeg de totale Rijksschuld in België 7 751 miljard Belgische Frank. Daarvan was 2 400 miljard, of ruim 30 % van het totale schuldvolume, van het kortlopende type. Dit geeft meteen de **stresserende positie** weer van de beheerders van de Rijksschuld en de **onzekerheidsmarge bij budgettopmaak en budgetcontroles**.

Midden de gouden zestiger jaren bedroeg de schuldquote 57,6 % van het BNP. Eind 1974 scoorde de overheid de laagste schuldratio sinds 1950 (39 % van het BNP). Pijlsnel klom de schuldquote naar de historische piek van 112,9 % eind 1988. Dit blijkt ook grafisch uit figuur 1.

**FIGUUR 1:** Het traject van de Belgische Rijksschuld en het Netto te Financien Saldo (N.F.S.), 1965-1991.



We merken dat in de periode 70-75 de schuldquote daalde, ondanks de stijging van het netto te financieren saldo (in % van het B.N.P.). Dit kon omdat het verschil tussen de economische groei en de intrest in die periode positief én voldoende groot was.<sup>1</sup> Van 1975 tot 1982 kende de verhouding tussen de Rijksschuld en het B.N.P. een permanente toename, die vergezeld was van oplopende financieringstekorten. De opeenvolgende besparingsrondes van de jaren '80 drongen vervolgens stilaan het netto te financieren saldo terug, maar de totale schuld bleef toenemen en dit vanwege het negatief verschil tussen groei en intrest.

De problematiek van de Rijksschuld in België heeft dus duidelijk een dubbel facet. Vooreerst is er het probleem van de stock of het volume aan uitstaande schuld. Door de maturiteitsgraad van de schuld is er ook een flow-aspect dat zich aandient via de bruto-financieringsbehoefte van de overheid. Het rentepeil, de opnamecapaciteit op de geld- en kapitaalmarkt, de omvang van het overheidsdeficit en het aanbod van schuldtitels zijn de instrumenten waarmee de overheid dit stock- en flowprobleem kan aanpakken.

## 2. De interne factor van het innovatieproces

### 2.1. Het sneeuwbaaleffect van de rentelasten

De druk tot een vernieuwend schuldbeheer werd vergroot door het sneeuwbaaleffect van de rentelasten. Dit is het explosief proces waarbij de overheidsschuld haar eigen aangroei in stand houdt louter door de intresten die op die schuld betaald moeten worden. Het gevaar voor het opduiken van het "sneeuwbaaleffect" treedt op wanneer de impliciete rente op de overheidsschuld groter is dan het nominaal groeitempo van het BNP. Om het sneeuwbaaleffect te

---

<sup>1</sup> Voor een wiskundige uitwerking: zie bijlage 1. Meer uitleg is te vinden in: GENERALE BANK VAN BELGIE, "De publieke financiën in België in de jaren 80: de lange weg naar de gezondmaking", Bulletin van de Generale Bank, Brussel, nr. 283, januari 1988, blz. 7.

vermijden - d.w.z. de rentelasten onder controle te houden - moet het begrotingsoverschot exclusief rentelasten voldoende hoog liggen.<sup>2</sup>

In de periode 1985-1988 was de impliciete rente op de overheidsschuld telkens groter dan de nominale B.N.P.-groei (tabel 1). Nochtans evolueerde het primair begrotingssaldo van deficitair (2,3% in 1985) naar positief (0,8% in 1988). Dit was evenwel onvoldoende om de rentesneeuwbal te keren. Slechts in 1989 kon die rentesneeuwbal éénmalig doorbroken worden omdat de impliciete rente onder de nominale B.N.P.-groei dook. In 1990 en 1991 werden de Belgische overheidsfinanciën echter opnieuw geconfronteerd met de rentesneeuwbal. Dit impliceert dat het lintwormeffect, waarbij de intrestuitgaven een steeds groter deel gaan uitmaken van de totale overheidsuitgaven, verder blijft knagen aan de beschikbare budgettaire middelen. De allocatieve, stabiliserende en herverdelende functie van het overheidsbudget komt hierbij steeds meer in het gedrang.

## 2.2. De instrumenten

Theoretisch beschikt de overheid over drie instrumenten om de rentesneeuwbal te keren en de schuldquote te beheersen, namelijk : **de rente op de overheidsschuld, de nominale groei van het BNP en het begrotingssaldo exclusief rentelasten.**

Door een actief schuldbeheer kan de rente gedrukt worden. Het is vooral in dit domein dat recentelijk sterk innoverend is opgetreden. Wij komen er uitvoeriger op terug in de volgende secties.

---

<sup>2</sup> Voor een volledige uiteenzetting van het sneeuwbaaleffect zie : CIAEYS, J. en H. FAMEREE, "Het sneeuwbaaleffect van de rentelasten op de overheidsschuld", Studienota's Nationale Bank van België, Brussel, Nationale Bank van België, nr. 4, november 1989, 36 blz.

Tabel 1 : Het sneeuwbaaleffect van de rentelasten op de netto overheidsschuld.

## A : Het risico op het sneeuwbaaleffect

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Impliciete rente (r)	9,5	9,8	8,8	8,3	8,6	8,9	8,5
Nominaal groeitempo BNP (g)	6,7	5,8	4,6	6,3	8,8	6,4	4,8
VOORWAARDE 1 (r-g)	2,8	4,0	4,2	2,1	-0,2	2,4	3,6

Als het resultaat van voorwaarde 1 positief is, bestaat er gevaar voor het opduiken van het "sneeuwbaaleffect".

## B : Het optreden van het sneeuwbaaleffect

Om het sneeuwbaaleffect van de rentelasten op de netto-overheidsschuld te vermijden, dient het financiële saldo exclusief de netto rentelasten van de overheid (b) hoger te liggen dan de hieronder berekende theoretische waarde (a).

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Theoretische waarde <sup>1</sup> (a)	2,8	4,3	4,7	2,3	-0,2	2,8	4,2
Waargenomen waarde (b)	-2,3	-1,3	0,2	0,8	2,0	2,6	1,7
VOORWAARDE 2 (b-a)	-5,2	-5,5	-4,6	-1,5	2,2	-0,2	-2,5

Als het resultaat van voorwaarde 2 positief is, is het sneeuwbaaleffect doorbroken.

Bron : Jaarverslag 1991, Nationale Bank van België, 1992, blz 67.

<sup>1</sup> De theoretische waarde is gelijk aan de verhouding  $(r-g)/(1+g)$ , vermenigvuldigd met de schuldratio van het voorgaande jaar.



Een tweede instrument is de nominale groei. Een hogere reële groei kan, ceteris paribus, bijdragen tot het doorbreken of afwenden van het sneeuwbaaleffect. Evenwel hangt die reële groei in belangrijke mate af van de conjunctuur in het buitenland. Toch kan de overheid via maatregelen die het concurrentievermogen van de economie vrijwaren en die een gunstig investeringsklimaat scheppen, een zekere invloed uitoefenen. T.a.v. de tweede component van de nominale groei, de inflatie, is de beleidslijn duidelijk restrictief en dit niet in het minst omwille van de koppeling van de Belgische Frank aan de Duitse Mark.

Het derde instrument, het begrotingsoverschot exclusief rentelasten, is de meest hanteerbare stuurvariabele voor de overheid. De Belgische ervaring leert ons evenwel dat het creëren van primaire surplussen een aangehouden begrotingsaanpak vereist.

### 3. De externe factor van het innovatieproces

#### 3.1. De vorming van de Economische en Monetaire Unie (EMU)

Op 1 juli 1990 is met de **liberalisering van het kapitaalverkeer** in de Europese Gemeenschap de eerste fase van de EMU van start gegaan. Teneinde te waken over de versterking van de convergentie van het economische beleid werd een systeem van multilateraal toezicht ingevoerd. De facto werd een bijzonder accent gelegd op de budgettaire discipline die tot monetaire stabiliteit moest bijdragen.

Bij de start van de tweede fase, op 1 januari 1994, wordt het Europees Monetair Instituut (E.M.I.) opgericht. De belangrijkste opdrachten van dit E.M.I. zullen bestaan in het coördineren van het monetaire beleid (al blijft de verantwoordelijkheid voor dat beleid bij de nationale overheden liggen), het voorbereiden van de derde fase wat de instrumenten en de procedures van het

monetaire beleid betreft, en het toezicht houden op de ontwikkeling van de ECU.<sup>3</sup>

Die tweede fase is in essentie een convergentie-fase. Die convergentie wordt beoogd in vier domeinen: prijsstabiliteit, muntstabiliteit, rentepeil en overheidsfinanciën. Het inflatiepercentage, gemeten over een periode van één jaar voorafgaand aan de evaluatie door de Europese Raad, mag ten hoogste 1,5 procentpunt uitsteken boven het gemiddelde van de drie best presterende lidstaten op het gebied van de prijsstabiliteit.

Daarnaast moet de lidstaat ten minste gedurende de laatste twee jaar voor deze evaluatie zonder grote spanningen de normale schommelingsmarge van het wisselkoersmechanisme van het Europees Muntstelsel geëerbiedigd hebben.

Tijdens het jaar voorafgaand aan de evaluatie moet de lidstaat tevens een gemiddelde nominale lange-termijnrente hebben die niet meer dan 2 procentpunten uitsteekt boven die van de drie lidstaten die als referentie gediend hebben voor de toets op het vlak van de prijsstabiliteit.

Op het vlak van de overheidsfinanciën tenslotte worden twee eisen gesteld. Het overheidstekort mag niet meer dan 3% van het bruto binnenlands produkt belopen, en de overheidsschuld mag maximaal 60% van het bruto binnenlands produkt bedragen. Een nuancering werd echter toegestaan. Wanneer de lidstaten de vermelde referentiewaarden sterk benaderen, of wanneer die parameters in voldoende mate afnemen om die referentiewaarde in een bevredigend tempo te benaderen, kan een uitzondering gemaakt worden.

Vooraf deze stringente E.M.U.-criteria inzake overheidsfinanciën spelen een katalysatorrol als externe vernieuwingsfactor van het schuldbeheer in België.

---

<sup>3</sup> NATIONALE BANK VAN BELGIE, Verslag 1991, Brussel, Nationale Bank van België, 1992, blz. XI.

De uiteindelijke evaluatie van deze vier criteria door de Europese Raad, zal uiterlijk op 31 december 1996 plaatsvinden. Indien een meerderheid van lidstaten aan de voorwaarden voor de overgang naar de derde fase voldoet, kan de datum van inwerkingstreding van die fase vastgesteld worden. Dat is ten vroegste 1 januari 1997. Als op basis van die procedure die datum voor eind 1997 nog niet is vastgesteld, begint de eindfase automatisch op 1 januari 1999 - althans voor de E.G.-landen die dan technisch klaar zullen zijn - ongeacht of een meerderheid van de E.G.-landen aan de vereisten voldoet.<sup>4</sup>

### 3.2. De EMU-begrotingsnorm: haalbaarheid en wenselijkheid

TABEL 2: De scores van de EG-landen op de EMU-normen.<sup>5</sup>

	inflatie	budget N.F.S.	L.T. schuld intrest	E.M.S. deelname	score	
refer. waarde	4,3	3,0	60,0	11,4	2 jaar binnen 2,25 %	
Luxemburg	3,4	(2,0)	6,9	8,2	Ja	5
Frankrijk	3,0	1,5	47,2	9,0	Ja	5
Denemarken	2,4	1,7	66,7	10,1	Ja	4
Duitsland	4,6	3,6	46,2	8,7	Ja	3
Nederland	3,2	4,4	78,4	8,9	Ja	3
België	3,2	6,3	129,4	9,3	Ja	3
Ierland	3,0	4,1	102,8	9,2	Ja	3
Ver. Koninkr.	6,5	1,9	43,8	9,9	Nee	3
Spanje	5,8	3,9	45,6	12,4	Nee	1
Italië	6,4	9,9	101,2	12,9	Nee	0
Portugal	11,7	5,4	64,7	17,1	Nee	0
Griekenland	18,3	17,9	96,4	onb.	Nee	0

Bron: ECU, Brussel, ECU-activities, nr. 18, 1992/I.

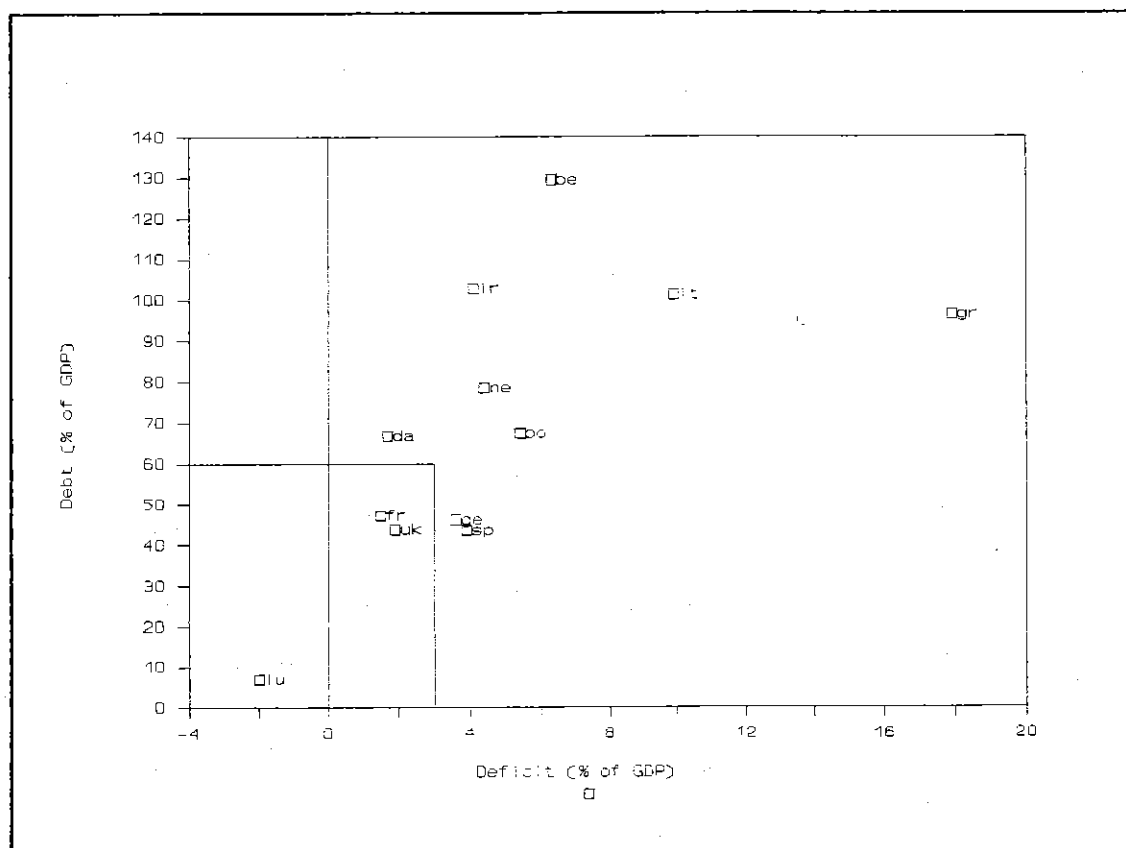
<sup>4</sup> NATIONALE BANK VAN BELGIE, Verslag 1991, Brussel, Nationale Bank van België, 1992, blz. XII.

<sup>5</sup> Gegevens over 1991, opgemaakt in november 1991.

Tabel 2 geeft weer hoe de lidstaten zich momenteel verhouden tegenover de opgelegde normen. Enkel Luxemburg en Frankrijk voldoen aan alle criteria; Italië, Portugal en Griekenland aan geen enkel.<sup>6</sup> Het is ook duidelijk dat vooral de normen m.b.t. de overheidsfinanciën problemen opleveren.

Wat ons in dit kader vooral interesseert zijn precies die overheidsfinanciën, en dan vooral de situatie voor België. Figuur 2 geeft ons een grafisch overzicht van de situatie m.b.t. de begrotingsnormen voor de E.G.-landen.<sup>7</sup>

FIGUUR 2: De E.G.-landen en de EMU-begrotingsnormen, situatie eind 1991.



<sup>6</sup> Ondanks het feit dat Portugal in april 11. tot het E.M.S. is toegetreden, voldoet het nog steeds niet aan de norm m.b.t. de wisselkoersstabiliteit. De schommelingsmarge van de Portugese Escudo bedraagt immers 6%.

<sup>7</sup> Hierbij moet opgemerkt worden dat de door de E.G. beschouwde schuld de **schuld van de centrale overheid** is, waardoor België op deze figuur op een nog hoger schuldniveau komt (129%) dan in figuur 1 (112%), waar het enkel de **Rijksschuld** betrof.

Enkel de landen in de rechthoek links beneden voldoen aan de strenge eisen. Momenteel zijn dat Luxemburg, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk. Voor Denemarken, Spanje en Duitsland lijken er ook al niet teveel problemen meer te bestaan. De situatie voor Ierland, Italië, België en vooral Griekenland is ronduit alarmerend.

Vanuit diverse hoek werd kritiek geuit op deze EMU-normen m.b.t. de overheidsfinanciën. Allereerst is er de onduidelijkheid van het verdrag. Zoals vermeld laat het verdrag van Maastricht de lidstaten immers nog wat speelruimte. De vraag is dan hoe ruim men die tolerantie marges kan en mag interpreteren.

Een tweede kritiek stelt de normen zelf in vraag: in hoeverre zijn budgettaire normen noodzakelijk om tot een economische en monetaire unie te komen? De meningen daarover zijn verdeeld.<sup>8</sup>

#### **4. De EMU en innovaties in het schuldbeheer**

De vrijmaking van het kapitaalverkeer en de verdere realisatie van de EMU hebben belangrijke wijzigingen met zich meegebracht die direct of indirect het schuldbeheer een nieuwe wending gegeven hebben of een sluimerend proces versneld hebben.

##### **4.1. De schuldcel: katalysator voor een vernieuwd schuldbeheer**

Begin maart 1986 richtte de toenmalige Minister van Financiën Mark Eyskens het Adviescomité voor de overheidsschuld op, samengesteld uit deskundigen uit het academische milieu, de overheids- en de particuliere sector. De doelstelling was duidelijk: het voeren van een dynamisch en vernieuwend schuldbeheer, inzonderheid gericht op de maximale verlichting van de rentelasten.

---

<sup>8</sup> FINANCIËEL EKONOMISCHE TIJD, "Geen enkele basis voor budgettaire normen EMU", Financieel Economische Tijd, Antwerpen, Tijd NV, 25ste jaargang, 19 maart 1992.

Onder impuls van de schuldcel werden talrijke innovaties doorgevoerd: de uitgifte van een lening met zero coupon (april 1986), de creatie van schatkistbonds (augustus 1986), het opnieuw invoeren van de call-optie (1986), de dematerialisatie van de schuldtitels, het openstellen van de secundaire markt van schatkist-certificaten voor een nieuwe reeks institutionele beleggers (1 juli 1987) en het versnellen van de recuperatie van de roerende voorheffing op intresten van Belgisch overheidspapier door niet-verblijfhouders.

#### 4.2. Het afbouwen van de monetaire financiering

Tot voor kort kende België drie vormen van monetaire financiering : de rechtstreekse voorschotten van de Schatkist bij de Nationale Bank van België, de onrechtstreekse voorschotten bij de Nationale Bank van België via het Rentenfonds en de financiering in deviezen. De eerste twee vormen noemt men interne monetaire financiering, de derde vorm externe monetaire financiering.

De globale kredietlijn van de Schatkist liep op tot 281 miljard BEF in 1983. De ommekeer kwam in 1987 toen het plafond van de indirecte kredietlijn voor het eerst werd verlaagd. De vermindering van de monetaire financiering werd mogelijk omdat het begrotingstekort daalde en - voor wat betreft de externe component - omdat de betalingsbalans opnieuw een overschot vertoonde. Begin 1991 hebben de Belgische financiële autoriteiten opnieuw een belangrijke stap gezet in de richting van monetaire orthodoxie. De directe en indirecte kredietlijnen werden vervangen door één kredietlijn van 15 miljard BEF, nog uitsluitend bestemd om het dagelijks kasbeheer van de Schatkist te vergemakkelijken. Het gemiddeld uitstaand volume van die kredietlijn bedroeg in 1991 amper 1,8 miljard BEF<sup>9</sup>, zodat mag gesteld worden dat er een einde is gekomen aan deze wijze van monetaire financiering.

---

<sup>9</sup> NATIONALE BANK VAN BELGIE, Verslag 1991, Brussel, Nationale Bank van België, 1992, blz. 94.

#### 4.3. De verlaging van de roerende voorheffing en de koppeling BEF-DM

Vanaf 1 maart 1990 werd de roerende voorheffing op nieuwe vastrentende activa in Belgische Frank van 25 op 10 % teruggebracht. Met dit initiatief wilde België de kapitaaluitwijking afremmen en de repatriëring bevorderen van kapitalen door ingezetenen belegd in het buitenland. De maatregel paste ook in de vrijmaking van het kapitaalverkeer binnen de Europese Gemeenschap vanaf 1 juli 1990. Nadat de harmonisatiepogingen op Europees vlak m.b.t. de belasting op roerende inkomsten mislukt waren, dreigde België anders uit de markt te worden geconcurrereerd.

Voor de fiskale ontvangsten is het effect van de verlaging van de roerende voorheffing uitgesmeerd over meerdere jaren conform de maturiteitscompositie van de Staatsschuld. Voor de financiële instellingen betekende het een fikse daling van de intermediatiemarge ingevolge de snelle aanpassing van het beleggingspatroon van de privéspaarder.

Op 16 juni 1990 werd de koppeling van de Belgische Frank aan de Duitse Mark officieel bekrachtigd door de regering. Deze maatregel, reeds een jaar eerder door het I.M.F. aanbevolen, zou toelaten het rentevershil met Duitsland te doen dalen, mogelijk zelfs verdwijnen, op het ogenblik dat de financiële markten ervan overtuigd raken dat de Belgische Frank even sterk is als de Duitse Mark.

Die koppeling was ook een bijkomende stimulans om de overheidsfinanciën te saneren. Het groot aandeel van de rentelasten in de overheidsuitgaven kan immers de geloofwaardigheid van het harde muntbeleid aantasten.<sup>10</sup> Het doet namelijk vragen rijzen omtrent de speelruimte die de NBB heeft om een door de Bundesbank opgelegde politiek van hoge rente te blijven volgen. In de

---

<sup>10</sup> BEX, M., "Het vernieuwde geldbeleid in België", Maandschrift economie. Katholieke Universiteit Brabant, jaargang 55, nr. 4, 1991, blz. 306.

huidige economische situatie, met een vertraagde groei en een Duitse Bundesbank die niet van plan is de rente te verlagen, vraagt dit een grote inspanning.

Deze twee maatregelen (verlaging R.V. en koppeling BEF-DM) lijken resultaat opgeleverd te hebben. Het driemaands rentevershil met Duitsland van ruim 2 procentpunt begin 1990 is volledig weggewerkt. Op de lange termijn blijft er wel nog een rentevershil<sup>11</sup>, al is ook hier de marge verkleind. Lange termijn-rentever verschillen weerspiegelen niet alleen de impliciete verwachting van een eventuele depreciatie van de hoogrentende munt, maar ook de door de markt ingeschatte verschillen in kredietkwaliteit. De kans op een BEF-ontwaardiging was in 1991 uiterst gering, wat ook bleek uit de onbeduidend klein geworden korte termijn-rentever verschillen. De verklaring voor het grotere verschil tussen de obligatierentes moet dus vooral gezocht worden in de geringere kwaliteit van de Belgische overheid.<sup>12</sup>

## **5. De nieuwe instrumenten voor het beheer van de Rijksschuld op korte termijn**

### **5.1. De hervorming van de markt voor schatkistcertificaten**

#### **5.1.1 De primaire markt.**

Vanaf 29 januari 1991 kregen alle ingezetenen die aan de vennootschapsbelasting onderworpen zijn, een aantal parastatale instellingen, de gemeenschappelijke beleggingsfondsen alsook niet-ingezetenen (zowel natuurlijke als rechtspersonen) toegang tot de primaire markt voor schatkistcertificaten. Alleen de residenten voor wie de roerende voorheffing een bevrijdende en definitieve belasting is - zoals de natuurlijke personen en de VZW's - werden uitgesloten. Voorheen hadden alleen Belgische en Luxemburgse kredietinstellingen toegang tot de markt voor schatkistcertificaten.

---

<sup>11</sup> Momenteel ongeveer 90 à 100 basispunten.

<sup>12</sup> KREDIETBANK, "De Belgische aandelen- en obligatiemarkt in 1991", Weekberichten, Brussel, Kredietbank, 47ste jaargang, nr. 2, 17 januari 1992, blz. 4.



De verruiming van het aanbod tot de niet-financiële ondernemingen in ons land en tot de niet-residenten betekent een verhoging van de concurrentie bij de emissie. De bedoeling was natuurlijk op die manier de rentekost te drukken. Tevens werd het ruime assortiment aan looptijden ingekrompen. Momenteel worden er enkel nog certificaten op 3, 6 en 12 maanden uitgegeven.

De emissie verloopt via een tendersysteem. Voor certificaten op 3 maand kunnen de deelnemers aan de primaire markt wekelijks inschrijven voor bepaalde volumes en een bepaalde rente. Meerdere biedorders per aanbesteder zijn mogelijk. Voor certificaten op 6 en 12 maanden is er elke maand een inschrijving. Die inschrijvingen moeten minstens 5 miljoen BEF bedragen en de minimum coupures zijn vastgelegd op 1 miljoen BEF.

Alle aanvaarde inschrijvingen worden toegewezen tegen de aangeboden rente voor zover die rentevoet onder het plafond ligt dat de Schatkist vastlegt (de zogenaamde limietrentevoet). Dit noemt men het Amerikaans tendersysteem.<sup>13</sup> Vroeger stelde de Nationale Bank de rente op schatkistcertificaten vast op discretionaire wijze, en konden de financiële instellingen onbeperkt schatkistcertificaten opnemen ("on tap"). Nu is de schatkist de rechtstreekse partner en is de rentevoet "op maat" van de aanbesteders.

#### 5.1.2 De secundaire markt.

Schatkistcertificaten zijn gedematerialiseerde effecten ("effecten in rekening"). Het gedematerialiseerd karakter van de schatkistcertificaten is de waarborg voor een grote liquiditeit van het instrument.

De secundaire markt voor schatkistcertificaten, die voor de hervorming zo goed als onbestaande was, wordt momenteel geanimeerd door 15 primary dealers - kredietinstellingen of beursvennootschappen - erkend door de Admini-

---

<sup>13</sup> Dit staat tegenover het Hollands tendersysteem, waarbij alle aanbieders dezelfde rente ontvangen, namelijk die rente die de overheid als limiet vastlegt.

stratie van de Thesaurie, en 1 kandidaat-primary dealer. Van de (kandidaat-) primary dealers wordt verwacht dat zij regelmatig deelnemen aan de aanbestedingen van schatkistcertificaten en lineaire obligaties (OLO's) op de primaire markt.<sup>14</sup> Op de secundaire markt zijn de primary dealers verplicht bindende aankoop- en verkoopkoersen te noteren.<sup>15</sup> Tenslotte fungeren primary dealers als actieve partners bij het aantrekken van investeerders.

In ruil voor deze opdrachten genieten de primary dealers van een aantal voordelen. Zo hebben ze het exclusief recht om deel te nemen aan de niet-competitieve aanbestedingen van schatkistcertificaten en lineaire obligaties. Daarnaast hebben ze toegang tot een specifieke kredietlijn van 5 miljard BEF, toegekend tegen markttrente, bij de Nationale Bank om hun einddagsaldi te vereffenen. Elke primary dealer kan er een beroep op doen, in verhouding tot het volume van zijn activiteit op de primaire en secundaire markt van schatkistcertificaten.

Die specifieke kredietlijn is niet zo onbelangrijk na de hervorming van 29 januari 1991. Vóór die hervorming domineerde het schatkistpapier het liquiditeitenbeheer van de financiële instellingen. Tegen markttrente konden zij dagelijks grote bedragen plaatsen (schatkistcertificaten werden "on tap" uitgegeven) in het geval van overschotten, of bedragen opvragen (door vervallen papier niet te hernieuwen) in het geval van tekorten. Op die manier wentelden de financiële instellingen hun tekorten af op de Schatkist, in de plaats van hun (duurdere) kredietlijn bij de NBB aan te spreken.<sup>16</sup> Die Schatkist moest vervolgens wél haar kredietlijn bij de NBB aanspreken. Voor deze

---

<sup>14</sup> De "vaste overname" moet minstens 0,5 % bedragen van de competitieve aanbestedingen op jaarbasis zowel voor de schatkistcertificaten als voor de lineaire obligaties.

<sup>15</sup> Op jaarbasis moeten zij minstens 2 % van het transactievolume opnemen voor schatkistcertificaten en minstens 1,5 % voor de lineaire obligaties.

<sup>16</sup> BEX, M., o.c., blz. 307.

vorm van monetaire financiering is in het eengemaakte Europa echter geen plaats meer.

Door de hervorming dienden de financiële instellingen hun liquiditeitenbeheer aan te passen. De NBB staat wel nog toe dat financiële instellingen bij haar komen aankloppen voor de vereffening van eventuele saldi op het einde van de dag, maar de kostprijs van die kredieten ligt zo'n 0,5 procent boven de marktrente. Die financiële instellingen die met een overschot zitten kunnen dat eveneens bij de NBB beleggen, maar tegen een tarief dat 0,5 procent onder de marktrente ligt. Door deze penalizerende tarieven wil de NBB ervoor zorgen dat die saldi bijkomstig blijven, en de financiële instellingen stimuleren hun liquiditeitenbeheer nog nauwkeuriger te volgen. Het is natuurlijk de bedoeling dat ze daarvoor een beroep doen op de secundaire markt van schatkistcertificaten. Die secundaire markt kende na de hervorming dan ook een snelle groei wat betreft het verhandelde volume. De primary dealers daarentegen kunnen, zoals reeds aangehaald, samen wel nog maximaal 5 miljard BEF bij de NBB opnemen tegen marktrente.

## 5.2. De hervorming van de markt voor schatkistcertificaten in België: een eerste appreciatie...

### 5.2.1 Eénmalige positieve effecten van de hervorming.

Door de afschaffing van de looptijden van 1 en 2 maand werden er alvast een pak rentelasten verschoven van 1991 naar 1992. De schatkist diende immers in 1991 geen rente te betalen op de certificaten die vanaf 1 oktober 1991 werden uitgegeven. Dit mechanisch effect van de hervorming van de geldmarkt is een éénmalige verschuiving en werd geraamd op circa 15 miljard BEF voor 1991.

### 5.2.2 Structurele baten van de hervorming.

Van het tendersysteem en het verruimde houderschap werd een verlaging van de korte termijn-rentevoeten verwacht tot onder het niveau van de interbanken-

rente. Voorheen lag de rente op schatkistcertificaten immers boven de overeenstemmende rente op de interbankenmarkt, wat neer kwam op een impliciete subsidie van de openbare sector aan de private sector.

Die verwachting lijkt ook waarheid te worden. Lag in 1989 de rente op schatkistcertificaten nog ongeveer 10 basispunten boven de gemiddelde interbankenrente, in 1991 is die verhouding omgeslagen. Vanaf het 3de kwartaal situeerde de uitgifterente voor schatkistcertificaten op 3 maand zich immers enkele basispunten onder die gemiddelde interbankenrente.<sup>17</sup>

Door gebruik te maken van het Amerikaans tendersysteem boekt de overheid tevens een intrestwinst, daar niet alle financiële instellingen de maximale intrest ontvangen die de overheid bereid is te geven, maar wel die intrest die ze zelf aanboden.<sup>18</sup>

Tabel 3 geeft enige toelichting bij de competitieve aanbestedingen van schatkistcertificaten met een looptijd van 3 maanden in 1991 en 1992. De tabel vermeldt de aangeboden rentevork, de limietrentevoet en de gewogen gemiddelde rentevoet van de competitieve aanbesteding voor de eerste aanbesteding van elke maand.

Figuur 3 synthetiseert de resultaten van de competitieve aanbestedingen van 28/01/91 tot 26/05/92. De figuur geeft de evolutie van de aangeboden rentevork voor schatkistcertificaten op 3 maand weer. Om het effect van toevallige wekelijkse uitschieters wat te elimineren werd een vijfwekelijks voortschrijdend gemiddelde genomen. Op de grafiek kunnen we 2 grote periodes onderscheiden: een eerste periode van 6 maanden (februari 1991-juli 1991) en een tweede periode vanaf augustus 1991.

---

<sup>17</sup> NATIONALE BANK VAN BELGIE, Verslag 1991, Brussel, Nationale Bank van België, 1992, blz. 103.

<sup>18</sup> Voor een bespreking van een dergelijke budgettaire winst, zie punt 6.2 waar een analoog voorbeeld werd uitgewerkt voor een OLO-aanbesteding.

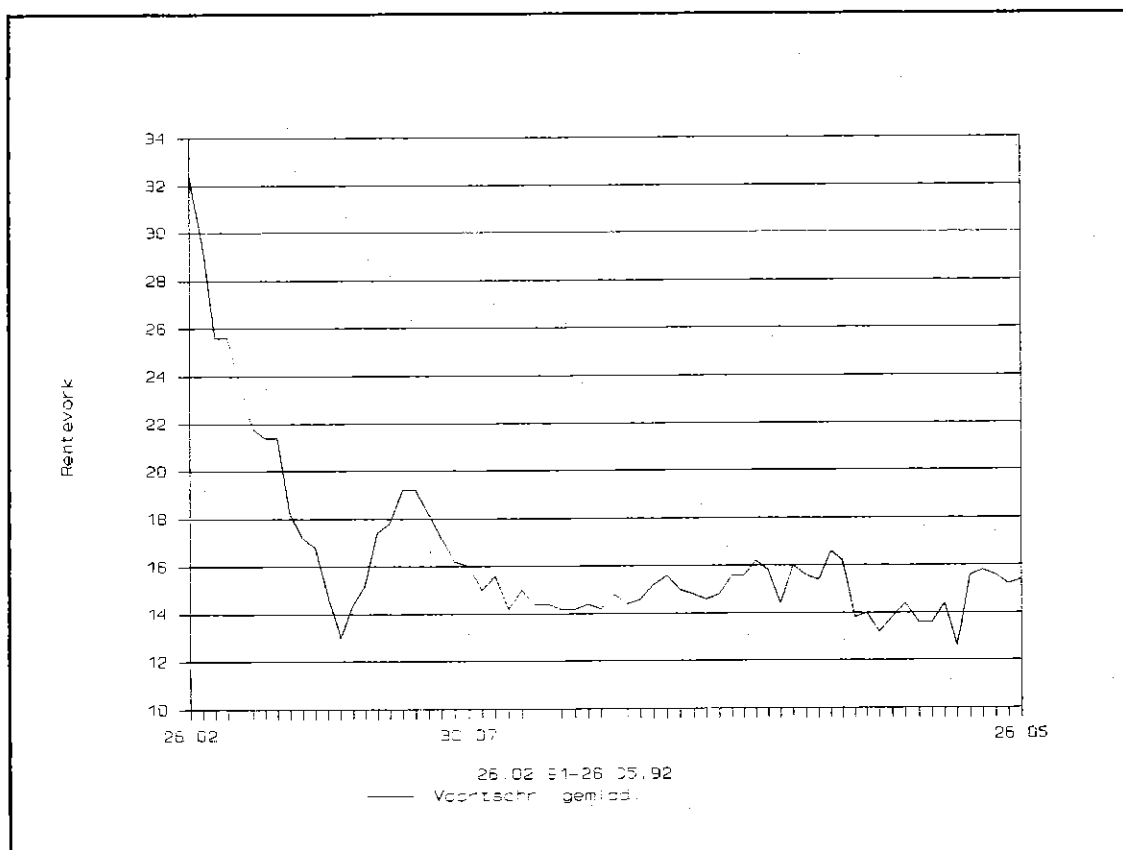
**Tabel 3 :** Aanbestedingen van Schatkistcertificaten op 3 maand in 1991 en 1992: rentevork, limietrentevoet en gewogen rentevoet van de competitieve aanbesteding (eerste aanbesteding van elke maand, januari 1991 - augustus 1992).

datum	rentevork		limietrentevoet	gewogen gemiddelde
	minimum	maximum		
29.01	9,61 %	10,00 %	9,97 %	9,86 %
05.02	9,85 %	10,25 %	10,03 %	9,96 %
05.03	9,30 %	9,55 %	9,37 %	9,35 %
02.04	9,40 %	9,56 %	9,49 %	9,48 %
07.05	9,19 %	9,33 %	9,23 %	9,23 %
04.06	8,94 %	9,13 %	9,08 %	9,05 %
02.07	9,24 %	9,43 %	9,27 %	9,26 %
06.08	9,32 %	9,46 %	9,38 %	9,37 %
03.09	9,15 %	9,29 %	9,19 %	9,18 %
01.10	9,22 %	9,37 %	9,27 %	9,26 %
05.11	9,50 %	9,68 %	9,57 %	9,55 %
03.12	9,56 %	9,69 %	9,62 %	9,59 %
07.01	9,59 %	9,70 %	9,62 %	9,61 %
04.02	9,55 %	9,70 %	9,60 %	9,58 %
03.03	9,55 %	9,68 %	9,59 %	9,58 %
07.04	9,58 %	9,71 %	9,63 %	9,62 %
05.05	9,61 %	9,37 %	9,64 %	9,64 %
02.06	9,54 %	9,65 %	9,57 %	9,56 %
07.07	9,48 %	9,58 %	9,49 %	9,49 %
04.08	9,75 %	9,87 %	9,78 %	9,77 %

Bron : Nationale Bank van België, *Tijdschrift van de Nationale Bank van België*, 67ste jaargang, nr. 9, september 1992, blz. 197.

De eerste periode kunnen we de initiatie-fase noemen. De aanbieders tasten nog wat in het duister en de offertes hebben een grote spread. Vrij snel volgt echter al een daling van meer dan 30 naar minder dan 20 basispunten. De markt zoekt vervolgens duidelijk naar een evenwicht. De gemiddelde spread varieert een tijd lang tussen 20 en 13 basispunten. Vanaf augustus 1991 lijkt dat evenwicht dan gevonden. De gemiddelde spread blijft immers hangen tussen 12 en 16 basispunten. Deze nauwe spread wijst erop dat de offertes concurrentieel zijn, en dat de primaire markt dus efficiënt werkt.

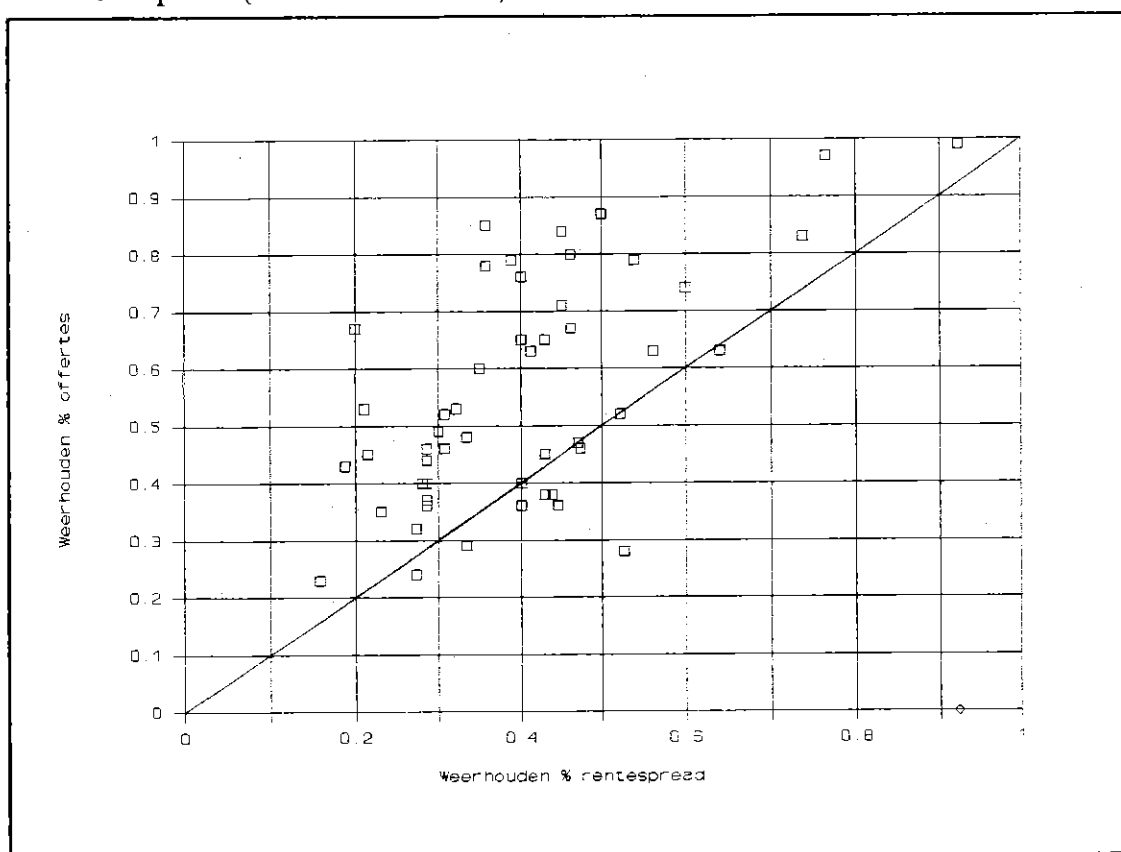
**FIGUUR 3:** De aangeboden rentevork (maximum min minimum) op schatkist-certificaten op 3 maand: wekelijkse aanbestedingen van 29.01.91 tot 26.05.92 (5-wekelijks voortschrijdend gemiddelde van de spread, uitgedrukt in basispunten).



Figuur 4 vergelijkt het uiteindelijk weerhouden percentage offertes tegenover het percentage weerhouden rentespread. Waarnemingen op de diagonaal betekenen dat indien de Schatkist bij een tenderemissie  $x$  % aanvaardt van de

rentevork, zij ook  $x\%$  van de aangeboden bedragen ontvangen heeft. Waarnemingen boven die diagonaal duiden erop dat men procentueel méér aangeboden bedragen heeft ontvangen, waarnemingen eronder betekenen dat procentueel minder bedragen werden ontvangen. Uit figuur 4 blijkt dat slechts een tiental waarnemingen onder de diagonaal ligt, de meerderheid van de waarnemingen ligt er duidelijk boven. Ook hieruit kan men concluderen dat de primaire markt efficiënt werkt. Immers, de Schatkist kan zich volgens de figuur voor een proportioneel groter gedeelte financieren tegen rentevoeten die zich in het onderste deel van de aangeboden rentevork bevinden, wat wijst op een hoge graad van concurrentie.

**FIGUUR 4:** Percentage weerhouden offertes tgo. percentage weerhouden rentespread (29.01.92-28.01.92).<sup>19</sup>



<sup>19</sup> Gebaseerd op eigen berekeningen en GENERALE BANK VAN BELGIE, "De hervorming van de geldmarkt: evaluatie na 5 maanden", Bulletin van de Generale Bank, Brussel, nr. 321, augustus 1991, blz. 8.

## 6. De nieuwe instrumenten voor het beheer van de geconsolideerde Rijks-schuld

De overheid heeft als doel de markt voor staatsobligaties te segmenteren. De nieuwe instrumenten daartoe zijn de lineaire obligaties voor de professionele beleggers en de klassieke staatsleningen voor de particulieren.

### 6.1. De lineaire obligaties: een successtory op de lange termijnmarkt

In mei 1989 innoveerde de schatkist met de uitgifte van de eerste lineaire obligatie, naar analogie met de Franse "Obligations Assimilables du Trésor" (O.A.T.). Met dit nieuwe instrument wil de Schatkist haar drie operationele doeleinden van de vernieuwing in het schuldbeheer realiseren : bevordering van de concurrentie op de primaire markt, diversificatie van het aanbod op de kapitaalmarkt en de creatie van een liquide secundaire markt.

De lineaire obligaties worden in opeenvolgende maandelijkse tranches uitgegeven volgens het tendersysteem. De verschillende tranches van één "lijn" worden gekenmerkt door een vaste nominale rentevoet en een gegeven vervaldag. In het totaal werden reeds 11 lijnen uitgegeven (tabel 4). De biedorders gebeuren op de uitgifteprijs van een tranche. De biedorders worden aanvaard vanaf de hoogst aangeboden prijs tot uitputting van de bedragen die de Staat wenst op te nemen.

Tabel 4 geeft een overzicht tot eind augustus 1992. De eerste lijn met vervaldag in 1999 en met een rentevoet van 8,25 % heeft in het totaal 91,4 miljard BEF opgebracht in 10 tranches. De tweede lijn loopt tot 1996 met een rentevoet van 10 % en bracht 190 miljard BEF op. Op analoge wijze kan uit tabel 4 de situatie eind april 1992 van de overige lijnen afgelezen worden.

De vijfde lijn (1991/98 aan 9,25 %) is een speciale lijn. Ze werd onmiddellijk gevoed door de conversie van de schatkistbons die uitgegeven werden in 1986, 1987 en 1988. Het voordeel voor de Schatkist van deze conversie was een looptijdverlenging (gemiddeld 5,5 jaar voor een Schatkistbon tgo. 7 jaar voor



Tabel 4 : Aanbestedingen lineaire obligaties (1 mei 1989 tot en met 31 augustus 1992)

	OLO-lijn	Volume	Rentevoet	Vervaldag	Tran-ches
1	1989/1999	91,420 mrd	8,25 %	1 juni	10
2	1990/1996	190,000 mrd	10 %	5 april	11
3	1990/2000	221,295 mrd	10 %	2 augustus	9
4	1991/1994	218,720 mrd	9,50 %	28 februari	6
5	1991/1998	235,676 mrd <sup>1</sup>	9,25 %	2 januari	11
6	1991/2003	174,705 mrd	9 %	28 maart	6
7	1991/2001	254,315 mrd	9 %	27 juni	11
8	1991/1997	97,610 mrd	9,25 %	29 augustus	6
9	1992/2007	151,135 mrd	8,50 %	1 oktober	9
10	1992/2002	71,935 mrd	8,75 %	25 juni	3
11	1992/1998	17,085 mrd	9,00 %	30 juli	2

Bron : Nationale Bank van België, Tijdschrift van de Nationale Bank van België, 67ste jaargang, nr. 9, september 1992, blz. 186-187.

<sup>1</sup> waarvan 107,946 miljard conversie van schatkistbons

een lineaire obligatie) én een éénmalige intrestbesparing van 7 miljard frank omdat de eerste intrestbetaling van de OLO slechts op 2 januari 1992 viel.

In 1992 werden reeds drie OLO's opgestart waaronder de OLO met vervaldag in 2007, de langstlopende OLO tot op heden. Die brachten samen al bijna 250 miljard BEF op, mede door de omruilingen eerder dit jaar van klassieke staatsleningen tegen OLO's. Die omruiling gebeurt op vrijwillige basis en heeft tot doel de vervaldag te verlichten. In de nabije toekomst mogen ook OLO's in ECU<sup>20</sup> en OLO's tegen variabele rentevoeten verwacht worden. Bovendien hebben een aantal primary dealers recent het recht gekregen om OLO's te "strippen", d.w.z. het recht op intrestbetalingen te scheiden van het recht op terugbetaling van de hoofdsom.

Al bij al werd reeds voor ruim 1 700 miljard BEF aan OLO's geplaatst. Het succes van de OLO's is in ruime mate te danken aan de liquiditeit ervan. Net als schatkistcertificaten zijn OLO's immers gedematerialiseerde effecten, wat de verhandeling ervan op de secundaire markt vergemakkelijkt. Bovendien kunnen de verschillende tranches zonder meer met elkaar gelijk gesteld worden. Slechts eenmaal stokte de emissie toen de Minister van Financiën in juli 1991 tijdelijk een OLO-lijn drooglegde en de financiële instellingen verweet kunstmatig de prijs op te drijven.

#### 6.2. De afroming van het producentensurplus door de overheid: de budgettaire besparing van het OLO-systeem

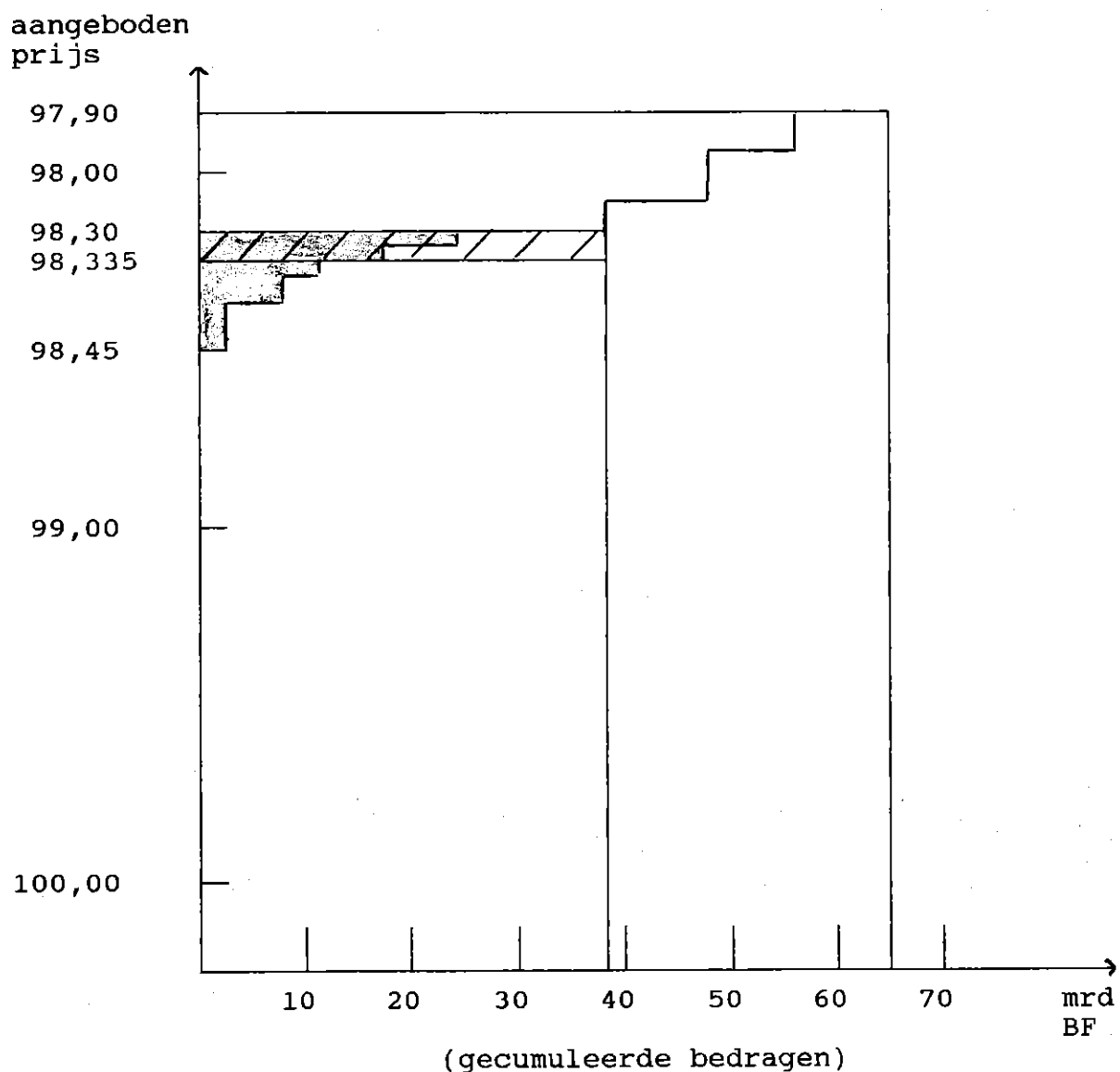
Door de concurrentie tussen de inschrijvers wordt gemikt op een neerwaartse druk op de rentevoet. Het succes van het tendersysteem is afhankelijk van twee randvoorwaarden: de afwezigheid van collusie tussen de deelnemers en een marktsituatie waarbij de vraag naar waardepapieren het aanbod ervan overtreft.

---

<sup>20</sup> Door de problemen binnen het E.M.S. in september 1992 werd de introductie hiervan voorlopig uitgesteld.

Zoals bekend ontvangen de aanbieders bij een OLO-aanbesteding die prijs die ze zelf aanboden, en dus niet de maximale prijs die de overheid wenst toe te staan. Daardoor boekt de overheid ook hier een budgettaire "winst". In tegenstelling tot de schatkistcertificaten waar het een 'emissie-renteverschil' betrof, gaat het hier echter om een 'emissie-prijsverschil'. Figuur 5 geeft een micro-economische benadering van deze budgettaire winst voor een recente OLO-aanbesteding.

**FIGUUR 5:** De afroming van het producentensurplus bij de O.L.O.-aanbesteding (OLO 2007) van 21.02.92.



Deze OLO-aanbesteding van 21.02.92 (OLO-lijn 2007 aan 8,50%) vertoonde de volgende kenmerken: er werd 65,16 miljard BEF aangeboden, met prijzen variërend van 98,45% tot 97,90%. De Schatkist aanvaardde alle aanbiedingen tot 98,30%, en inde daarmee 38,65 miljard BEF tegen een gewogen gemiddelde prijs van 98,335%. Een mogelijke aanbodfunctie, gebaseerd op die gegevens, wordt weergegeven in figuur 5. Het verloop van de functie geeft ons een idee over hoe goed de inschrijvers de markt inschatten. Hoe vlakker immers de functie, hoe concurrentiëler de prijzen. De Schatkist geeft hierover echter geen externe informatie vrij.

Daar per definitie de gearceerde oppervlakte gelijk is aan de grijze oppervlakte, kunnen we die winst meten. Het is gelijk aan het verschil tussen de gewogen gemiddelde prijs en de limietprijs, vermenigvuldigd met de aangeboden hoeveelheid. In dit geval:  $(98,335\% - 98,30\%) * 38,65 \text{ miljard} = 13,5 \text{ miljoen BEF}$ . Dit bedrag kunnen we beschouwen als een producentensurplus dat door de gewijzigde tender-procedure (toewijzing volgens Amerikaans systeem), van de financiële instellingen overgaat naar de overheid.

Het gaat hier echter wel om een theoretisch afgeleid bedrag. We maken immers impliciet de veronderstelling dat de aanbesteders in beide tenderprocedures dezelfde prijzen zouden aanbieden (statische analyse), m.a.w. dat ze hun gedrag niet aanpassen aan die tenderprocedure. Van rationele aanbesteders kan echter verwacht worden dat ze hun gedrag wel aanpassen<sup>21</sup>, zodat we dit bedrag met de nodige voorzichtigheid moeten interpreteren.

---

<sup>21</sup> Zie hiervoor bijvoorbeeld THE ECONOMIST, "Double Dutch (American government bonds)", The Economist, Londen, 26 september 1992, blz. 91.

### 6.3. De volksleningen: een bekend produkt via een nieuw distributiekanaal.

In 1990 werd gestart met de emissie van "volksleningen". Deze volksleningen zijn minder frequent op de uitgiftekalender, hebben een langere looptijd dan de traditionele kasbons, en zijn, zoals de naam ook laat vermoeden, specifiek bedoeld voor het grote publiek.

Met het uitgeven van volksleningen wilde de Belgische overheid schuldtitels op lange termijn bij het publiek plaatsen buiten het Bankconsortium om. Op die manier vermeed de Belgische overheid de hoge plaatsingsmarges van dat Consortium, en kon ook hier een besparing gerealiseerd worden.

De Philippe I en II leverden samen 243,5 miljard BEF op. In 1991 werden 3 uitgiften geplaatst, goed voor 228 miljard BEF. Philippe VI en VII brachten eerder dit jaar ongeveer 120 miljard BEF op. Opvallend bij deze laatste Philippe's was de groter dan normale belangstelling vanwege de institutionelen. Dat kwam omdat het rendement van de volkslening telkens zeer concurrentieel was met het rendement op de vergelijkbare OLO. Nochtans is een OLO veel meer liquide. De beoogde segmentatie tussen OLO's en volksleningen lijkt dus in bepaalde gevallen niet zo gemakkelijk te verwezenlijken.

## 7. Samenvatting en besluit

De groeiende aandacht voor de schuldproblematiek bij academici, bankiers en beleidsverantwoordelijken is niet toevallig. De nefaste neveneffecten van een (té) hoge schuldgraad zijn immers zorgwekkend.

Vooreerst is er de gevoeligheid voor het internationaal renteklimaat die van de post rentelasten een moeilijk te beheersen octopus maakt. De financieringsbehoeften van de overheid dreigen verder de private investeringen van de kapitaalmarkt te verdringen (externe crowding-out).

Vandaar de behoefte naar een "gouden regel" waarbij schuldfinanciering moet gereserveerd worden voor de uitbreiding van de kapitaalvoorraad van de economie en niet moet dienen voor de financiering van rentelasten. Het groeiend aandeel van de rentelasten in het overheidsbudget vreet immers aan de allocatieve en herverdelende beleidsruimte van de overheid. Ook de werking van het overheidsapparaat zelf komt in het gedrang door het proces van interne crowding-out, in de wandelgangen bekend als het koekoekseffect of het lintwormeffect.

Ook de groeiende Economische en Monetaire Unie heeft haar schaduw vooruitgeworpen op het schuldbeheer in België met als exponenten het verbod op monetaire financiering de verlaging van de roerende voorheffing en de koppeling DEM-BEF.

Het is tegenover deze interne en externe gegevens dat de Belgische overheid een vernieuwd schuldbeheer heeft gevoerd. Ze ging hierbij stapsgewijs te werk. In een eerste fase werd het "produktengamma" opgesmukt en in lijn gebracht met het assortiment schuldtitels gangbaar in het buitenland: zero-couponlening, call-optie, dematerialisatie. Vervolgens werden de emissietechnieken zelf aangepakt. Vanuit micro-economisch oogpunt komt de nieuwe verhouding tussen overheid en financiële sector neer op een afroming van het

producentensurplus bij de plaatsing van de schatkistcertificaten en de OLO's. Door de lancering van volksleningen werd bespaard op de vaste overnamevergoeding.

De snelheid en de omvang van de aanpassingen hebben ongetwijfeld enige groeipijnen als extern effect, zowel voor de overheid als voor de financiële sector. Ondanks het vernieuwd schuldbeheer blijven de dimensie en de herverdelende aspecten van de overheidsschuld open staan voor maatschappelijke discussie.

31 oktober 1992.

## BIJLAGE 1:

-----

Dit kan eenvoudig wiskundig bewezen worden. De schuld/BNP-ratio in een bepaald jaar kunnen we als volgt schrijven:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1} + rD_{t-1} + N_t}{Y_{t-1} \cdot (1 + g)}$$

met D=schuld  
 Y=BNP  
 r=gemiddelde intrest op de schuld  
 g=nominale groei van het BNP  
 N=primair deficit=netto te financieren saldo exclusief rentelasten.

Splitsen en herschikken geeft:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{1 + r}{1 + g} \cdot \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{N_t}{Y_t}$$

Na vervanging van D/Y en N/Y door respectievelijk d en n, en het aftrekken van  $d_{t-1}$  langs beide kanten krijgen we na wat herschikken:

$$\Delta d = \frac{r - g}{1 + g} * d_{t-1} + n_t$$

De verhouding tussen de rijksschuld en het BNP daalde ondanks de stijging van het netto te financieren saldo omdat het verschil tussen de groei en de intrest positief en voldoende groot was, waardoor de eerste term in het rechterlid sterker daalde dan de tweede term (verhouding primair deficit en BNP) toenam.



## BIBLIOGRAFIE

BANK BRUSSEL LAMBERT. "Lineaire obligaties en schatkistcertificaten", BBL Berichten. Brussel, Bank Brussel Lambert, 63ste jaargang, nr. 2246, december 1990, blz. 10-12.

BANK BRUSSEL LAMBERT. REKENBUREAU. Rendementen van Belgische openbare fondsen. Brussel, Bank Brussel Lambert.

BELGIE. Ministerie van Financiën. Administratie van de thesaurie. Staatsschuld, jaarverslag 1990. Brussel, Ministerie van Financiën), mei 1991, 88 blz.

BELGIE. Ministerie van Financiën. Studie- en Documentatiedienst. Conjunctuurnota 1992. Brussel, Ministerie van Financiën, 1992.

BELGISCHE VERENIGING DER BANKEN. Banken en overheidsschuld: welke band?. Brussel, Belgische Vereniging der Banken, Aspecten en documenten 45, maart 1986, 50 blz.

BELGISCHE VERENIGING DER BANKEN. Hervorming van het monetair beleidsinstrumentarium. Brussel, Belgische Vereniging der Banken, Aspecten en documenten 114, januari 1991, 35 blz.

BELGISCHE VERENIGING DER BANKEN. Roerende voorheffing van 25% naar 10%, een noodzakelijke maatregel. Brussel, Belgische Vereniging der Banken, Aspecten en documenten 104, april 1990, 39 blz.

BEX, M. "Het vernieuwde geldbeleid in België", Maandschrift Economie (tijdschrift voor algemeen- en sociaal-economische vraagstukken). Katholieke Universiteit Brabant, 55ste jaargang nr. 1, 1991, blz. 305-310.

BROUHNS, Grégoire. "Les nouvelles méthodes d'emprunts de l'Etat belge, impact sur les marchés obligataires", Bank- en financiewezen. Brussel, Studiecentrum voor het Financiewezen, 55ste jaargang, nr. 1, januari 1991, blz. 11-14.

CLAEYS, J. en H. FAMEREE. "Het sneeuwbaaleffect van de rentelasten op de overheidsschuld", Studienota's Nationale Bank van België. Brussel, Nationale Bank van België, nr. 4, november 1989, 36 blz.

ECONOMIST. "Double Dutch (American government bonds)", The Economist, Londen, 26 september 1992, blz. 91.

FINANCIEEL EKONOMISCHE TIJD. "Geen enkele basis voor budgettaire normen EMU", Financieel Economische Tijd. Antwerpen, Tijd, 25ste jaargang, 19 maart 1992.

FRAEYS, William en Paul MERCIER. "Les nouveaux instruments de la politique monétaire en Belgique", Bank- en financiewezen. Brussel, Studiecentrum voor het Financiewezen, 55ste jaargang, nr. 9, 1991, blz. 479-486.

GENERALE BANK VAN BELGIE. "De Belgische financiële markten op het moderniseringspad", Bulletin van de Generale Bank. Brussel, Generale Bank, nr. 315, december 1990, blz. 3-8.

GENERALE BANK VAN BELGIE. "De hervorming van de geldmarkt: evaluatie na 5 maanden", Bulletin van de Generale Bank. Brussel, Generale Bank, nr. 321, augustus 1991, blz. 1-9.

GENERALE BANK VAN BELGIE. "De problematiek van de overheidsschuld in perspectief", Bulletin van de Generale Bank. Brussel, Generale Bank, nr. 318, mei 1991, blz. 1-11.

GENERALE BANK VAN BELGIE. "De publieke financiën in België in de jaren '80: de lange weg naar de gezondmaking", Bulletin van de Generale Bank. Brussel, Generale Bank, nr. 283, januari 1988, blz. 1-8.

GENERALE BANK VAN BELGIE. "De toekomstige rol van de ECU op weg naar een Europese Economische en Monetaire Unie", Bulletin van de Generale Bank. Brussel, Generale Bank, nr. 327, maart 1992, blz. 1-7.

HEREMANS, D. en M. DE BROECK. Overheidsschuld en financiële markten in de branding. Leuven, Centrum voor Economische Studiën (K.U.L.), Leuvense Economische Standpunten 1991/57, januari 1991, 35 blz.

HOGHE RAAD VAN FINANCIEN, afdeling financieringsbehoeften van de overheid. Implicaties van het objectief "Maastricht 1991" voor de financieringsbehoeften van de overheid. Ongepubliceerde nota, 1992, 11 blz.

KREDIETBANK. "De Belgische aandelen- en obligatiemarkt in 1991", Weekberichten. Brussel, Kredietbank, 47ste jaargang, nr. 2, 17 januari 1992, blz. 1-6.

KREDIETBANK. "Hoe ver mag de overheid te ver gaan?", Weekberichten. Brussel, Kredietbank, 47ste jaargang, nr. 12, 27 maart 1992, blz. 1-6.

LEFEBVRE, Olivier. "La modernisation du marché monétaire belge", Bank- en financiewezen. Brussel, Studiecentrum voor het Financiewezen, 55ste jaargang, nr. 1, januari 1991, blz. 5-9.

LIERMAN, Frank. "De primary dealers, onontbeerlijke schakel in de vernieuwde geld- en kapitaalmarkt", Paribas Economische Berichten. Brussel, Paribas Bank België, nr. 53 (1991/1), blz. 1-23.

LOUW, André. "Maastricht, or the launch of a currency: the ECU", ECU. Brussel, ECU-activities, nr. 18, 1992/I, blz. 56-60.

MELYN, Wim en Filip VANHOREBEEK. Secondary market prices of linear bonds in Belgium. Leuven, Centrum voor Economische Studiën (K.U.L.), Public Economics Research Paper, nr. 15, 1991, 19 blz.

MOESEN, Wim en Vic VAN ROMPUY. Handboek openbare financiën. Leuven, Acco, 1991, 340 blz.

NATIONALE BANK VAN BELGIE. Tijdschrift van de Nationale Bank van België. Brussel, Nationale Bank van België, 67ste jaargang, nr. 9, september 1992.

NATIONALE BANK VAN BELGIE. Verslag 1991. Brussel, Nationale Bank van België, 1992, 230 blz.

SUTTLE, Philip. "The ecu after Maastricht", ECU. Brussel, ECU-activities, nr. 18, 1992/I, blz. 52-55.

VANDER VENNET, Rudi. "De herregulering van de Belgische financiële markten", Bank- en financiewezen. Brussel, Studiecentrum voor het Financiewezen, 55ste jaargang nr. 4, 4 april 1991, blz. 175-194.

## LIJST VAN RECENTE SESO-RAPPORTEN

PEERSMAN G. en A. VAN POECK, De Belgische competitiviteitswet : een betwistbaar instrument, november 1991, 23 blz. (91/263)

PLASMANS J. en H. PAUWELS, Modelling and forecasting Belgian stock market prices, December 1991, 59 blz. (91/264)

ITO Y., PLASMANS J., DE ZEEUW A., CERVIO PINHO A. & A. MARKINK, Hierarchical optimal control for policy evaluation using econometric models for the European Community, November 1991, 48 blz. (91/265)

JENNES G. en G. DIERICKX, Belastingstelsels en belastingbeleid (1955-1988). Een vergelijkende analyse, januari 1992, 51 blz. (92/266)

JENNES G. en G. DIERICKX, Het belastingbeleid in 15 OESO-landen (1955-1988) : alternatieve verklaringen, januari 1992, 103 blz. (92/267)

DE BORGER B., KERSTENS K., MOESEN W. en J. VANNESTE, Explaining differences in productive efficiency : an application to Belgian municipalities, February 1992, 27 blz. (92/268)

DE GRAEVE D., HUYBRECHTS K., DESSERS L. & J. HEYRMAN, Laboratory testing in the general practitioner's office : economic consequences, February 1992, 29 blz. (92/269)

BRUGGEMAN A. & F. HEYLEN, Indicators of the stance of monetary and fiscal policy - A pragmatic approach for the OECD countries in the 1980s, March 1992, 37 blz. (92/270)

HUYBRECHTS K., Economische evaluatie van antibioticaprofylaxis bij de implantatie van een heupprothese, maart 1992, 26 blz. (92/271)

MEERSMAN H. & I. VANNESTE, Statusverschillen van mannelijke en vrouwelijke UFSIA-TEW-ALUMNI, maart 1992, 60 blz. (92/272)

NONNEMAN W., Rendabiliteit van onderwijs in België, april 1992, 32 blz. (92/273)

ERREYGERS G., On the uniqueness of square cost-minimizing techniques, May 1992, 36 blz. (92/274)

JANSSENS I., De vraag naar distributiewater : huishoudelijk en niet-huishoudelijk verbruik, juni 1992, 53 blz. (92/275)

DE BORGER B., KERSTENS K., MOESEN W. & J. VANNESTE, A NON-PARAMETRIC NON-CONVEX APPROACH TO TECHNICAL EFFICIENCY : An illustration of radial efficiency measures and some sensitivity results, June 1992, 31 blz. (92/276)

VAN GOMPEL J. & A. VAN POECK, Wage formation and labour market performance : on the (non)existence of superior wage formation mechanisms, June 1992, 28 blz. (92/277)