

LIJST VAN AFKORTINGEN

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

CONVENTIONELE TEKENS

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

BESCHOUWINGEN BIJ DE SCHULDRATIO VAN DE OVERHEID

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

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

I. EUROPESE REGELGEVING

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

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

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

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

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

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

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

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

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

II. BOEKHOUDKUNDIGE ASPECTEN: BRUTO VS. NETTO

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

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

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

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

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

III. THEORETISCHE BESCHOUWINGEN

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. DE OVERHEIDSSCHULD IN EEN RUIMER KADER

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

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

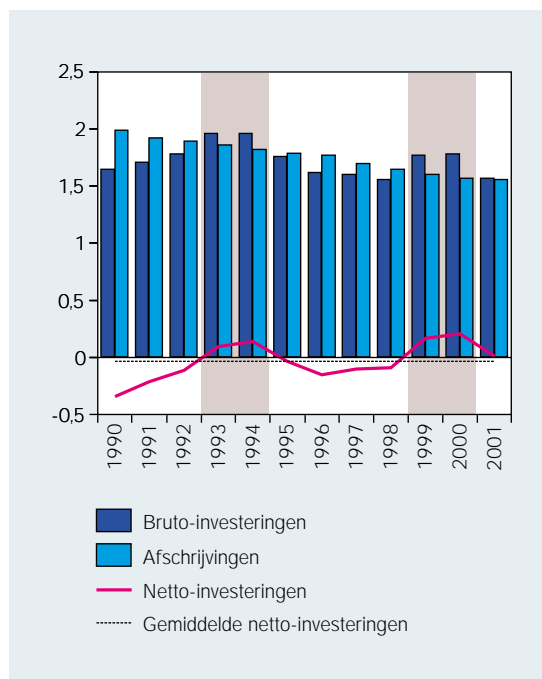
Ten eerste zijn de investeringsuitgaven, zoals ze geboekt worden in de overheidsrekening, bruto-uitgaven. Nochtans wordt de uitbreiding van de kapitaalvoorraad die wordt overgedragen naar de volgende generaties, niet zo zeer weergegeven door de bruto-investeringen, maar wel door de netto-investeringen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

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

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

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

(procenten bbp)



Bron: INR.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. OVERHEIDSSCHULD ALS FINANCIËEL INSTRUMENT

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

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

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

banken een groot deel van hun reserves aan in overheidseffecten.

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

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

IV. EMPIRISCHE STUDIES

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

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

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

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

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

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

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

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

V. NORMEN VOOR DE OVERHEIDSSCHULD IN INDIVIDUELE LANDEN

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

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

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

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

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

1. NIEUW-ZEELAND¹

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. VERENIGD KONINKRIJK¹

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

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

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

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

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

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

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

VI. CONCLUSIE

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

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

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

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

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

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

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

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