

SENAT DE BELGIQUE

SESSION DE 1988-1989

11 AVRIL 1989

Projet de loi portant ajustement du budget de la Dette publique pour l'année budgétaire 1988

**RAPPORT
FAIT AU NOM
DE LA COMMISSION
DES FINANCES PAR M. POULLET**

Votre Commission a examiné ce projet de loi au cours de sa réunion du mardi 11 avril 1989.

Elle a par ailleurs entendu, au cours de sa réunion du mercredi 1^{er} février 1989, un exposé du directeur général de la Trésorerie sur la gestion de la Dette publique.

Votre Commission a décidé de reprendre le texte de cet exposé en annexe à ce rapport.

Ont participé aux travaux de la Commission :

1 Membres effectifs : MM. Cooreman, président; Aerts, Chabert, De Bremeaeker, de Clippele, Deprez, de Wasseige, Garcia, Hatry, Kenzeler, Marchal, Moens, Paque, Mme Truffaut, MM. Van Hooland, Van Thillo, Weyts, Wintgens et Pouillet, rapporteur

2 Membre suppléant : M. Van Haverbeke

3 Autre sénateur : M. Lannoye

R. A 14711

Voir :

Document du Sénat :

627 - 1 (1988-1989) Projet transmis par la Chambre des Représentants

BELGISCHE SENAAAT

ZITTING 1988-1989

11 APRIL 1989

Ontwerp van wet houdende aanpassing van de Rijksschuldbegroting voor het begrotingsjaar 1988

**VERSLAG
NAMENS DE COMMISSIE VOOR DE
FINANCIEN UITGEBRACHT
DOOR DE HEER POULLET**

Uw Commissie heeft dit ontwerp van wet besproken tijdens haar vergadering van dinsdag 11 april 1989.

Ze heeft bovendien, tijdens haar vergadering van woensdag 1 februari 1989, geluisterd naar een uiteenzetting van de directeur-generaal van de Administratie der Thesaurie over het beheer van de Rijksschuld.

Uw Commissie heeft besloten de tekst van die uiteenzetting als bijlage bij dit verslag te voegen.

Aan de werkzaamheden van de Commissie hebben deelgenomen :

1 Vaste leden : De heren Cooreman, voorzitter; Aerts, Chabert, De Bremeaeker, de Clippele, Deprez, de Wasseige, Garcia, Hatry, Kenzeler, Marchal, Moens, Paque, mevrouw Truffaut, de heren Van Hooland, Van Thillo, Weyts, Wintgens en Pouillet, rapporteur

2 Plaatsvervanger : de heer Van Haverbeke

3 Andere senator : de heer Lannoye

R. A 14711

Zie :

Gedr. St. van de Senaat :

627 - 1 (1988-1989) Ontwerp overgezonden door de Kamer van Volksvertegenwoordigers

DISCUSSION

Le Ministre des Finances précise que ce projet a pour objet d'apporter une série d'ajustements au budget initial de 1988 dont l'explication est clairement exposée dans le programme justificatif du projet. (Doc. Chambre n° 5/2-713/1-88/89, pp. 10 à 12.)

L'article 1^{er}, et le tableau y afférant, et les articles 2 à 4 sont adoptés sans discussion par 11 voix contre 1.

L'ensemble du projet de loi est adopté par 11 voix contre 1.

Confiance a été faite au rapporteur pour la rédaction de son rapport.

Le Rapporteur,
E. POULLET.

Le Président,
E. COOREMAN.

BESPREKING

De Minister van Financiën wijst erop dat dit ontwerp een aantal aanpassingen van de oorspronkelijke begroting van 1988 beoogt, die duidelijk uiteengezet worden in het verantwoordingsprogramma bij het ontwerp. (Gedr. St. Kamer, nr. 5/2-713/1-88/89, blz. 10 tot 12.)

Artikel 1 en de desbetreffende tabel, en de artikelen 2 tot 4 worden zonder opmerkingen aangenomen met 11 stemmen tegen 1 stem.

Het ontwerp van wet in zijn geheel wordt aangenomen met 11 stemmen tegen 1 stem.

Vertrouwen wordt geschonken aan de rapporteur voor het opstellen van dit verslag.

De Rapporteur,
E. POULLET.

De Voorzitter,
E. COOREMAN.

ANNEXE

Audition organisée le 1^{er} février 1989 par la Commission des Finances du Sénat sur la gestion de la dette

Exposé de M. Van de Pontseele, Directeur général de l'Administration de la Trésorerie (Ministère des Finances)

Je vous remercie de cette invitation, Monsieur le Président, parce que ce n'est pas tous les jours que l'occasion est donnée à l'Administration de rendre compte de sa gestion, surtout quand il s'agit d'un problème aussi important que la dette publique belge.

Je sais pertinemment que je ne vous apprends rien en disant que la Belgique est le champion de la dette. Nous avons actuellement une dette publique de 6 362 milliards, auxquels s'ajoutent quelques centaines de milliards au titre de la dette cachée ou débudgétisée.

Si nous rapportons cette dette au produit national brut, qui reste un point de comparaison intéressant, nous obtenons en ce moment un ratio d'endettement d'environ 115 p.c. D'autres pays industriels qui, comme le nôtre, ont tenté de soutenir leur économie moyennant de sérieux déficits budgétaires, présentent les ratios d'endettement suivants:

Etats-Unis 45 p.c.

Allemagne fédérale 22 p.c.

Italie 96 p.c.

Suède 57 p.c.

Danemark 62 p.c.

Mais où se situe la limite d'une dette tolérable? Cette limite s'avère difficile à tracer, mais en tout cas la charge des intérêts doit rester raisonnable, ce qui n'est pas possible si elle doit être financée en permanence par de nouvelles dettes; cela veut dire qu'à un moment donné une partie de cette charge devra être financée par le surplus des recettes et dépenses courantes à l'exclusion des paiements d'intérêts. La dette qui se finance d'elle-même ou l'« effet boule de neige » ne pourrait être stoppé dans les circonstances présentes qu'avec un solde net à financer compris entre 4 et 5 p.c., alors qu'avec beaucoup de bonne volonté nous devons nous accommoder cette année de 7 p.c.

Je ne veux pas dire par là que le problème belge est insoluble puisque le Royaume-Uni, qui accusait un ratio d'endettement de 270 p.c. au lendemain de la seconde guerre mondiale, compte aujourd'hui parmi les pays qui affichent une dette active de faible ampleur et peut de surcroît rembourser ses dettes par son excédent budgétaire.

BIJLAGE

Hoorzitting georganiseerd door de Senaatscommissie van Financiën omtrent het Schuldbeleid op 1 februari 1989

Uiteenzetting van de heer Van de Pontseele, Directeur-generaal van de Administratie der Thesaurie (Ministerie van Financiën)

Dank u wel voor deze uitnodiging, Mijnheer de Voorzitter, omdat de Administratie niet elke dag de gelegenheid krijgt haar beleid toe te lichten, vooral als het om een zo belangrijk probleem gaat als de Belgische openbare schuld.

Ik ben er mij van bewust dat het geen nieuws is, wanneer ik vertel dat België de kampioen is van de schuld. Wij kijken momenteel aan tegen een Rijksschuld van 6 362 miljard, plus dan nog een paar honderd miljard verdoken of gedebudgetteerde schuld.

Indien wij deze schuld vergelijken met het bruto nationaal produkt, wat nog altijd een valabel vergelijkingspunt is, dan hebben wij een schuldratio op dit moment van ongeveer 115 pct. Wanneer dat vergeleken wordt met de schuldratio van de andere industrielanden die, zoals wij, hun economie hebben pogen te ondersteunen met ernstige begrotingsdeficits, dan staat tegenover deze 115 pct. bijvoorbeeld een schuldratio van:

45 pct in de U.S.A.

22 pct. in West-Duitsland

96 pct. in Italië

57 pct. in Zweden, en

62 pct. in Denemarken.

Maar waar ligt dan de grens van de duldbare schuld omvang? Dit blijkt moeilijk te bepalen, maar in elk geval moeten de intrestlasten betaalbaar blijven en dat kan niet indien zij blijvend gefinancierd moeten worden door het aangaan van nieuwe schulden, d.w.z. dat op een bepaald moment een deel van de intrestlast zal moeten worden gefinancierd met het overschot tussen lopende ontvangsten en uitgaven exclusief de intrestbetalingen. De zichzelf financierende schuld of het zogenaamd sneeuwbaaleffect zou in ons bestel maar gestopt kunnen worden met een netto te financieren saldo dat tussen 4 en 5 pct. ligt, terwijl wij het met veel goede wil dit jaar zullen moeten stellen met 7 pct.

Ik wil hiermee niet zeggen dat het Belgisch probleem onoplosbaar is, want na de jongste wereldoorlog heeft het Verenigd Koninkrijk een schuldratio gekend van 270 pct. en vandaag is het een van de landen met een lage uitstaande schuld, dat bovendien met zijn begrotingsoverschot zijn schulden kan terugbetalen.

Mais je n'ai pas été invité ici pour commenter l'importance de la dette — c'est en fin de compte le résultat de la politique budgétaire — mais pour donner à votre Commission une idée de la manière dont la dette est gérée.

La gestion de la dette ou *debt management* recouvre plusieurs aspects dont les deux principaux sont la composition de la dette et la limitation des charges d'intérêt. Nous nous bornerons à ces deux points, mais nous pourrions également voir la gestion de la dette en fonction de la politique économique ou monétaire.

La notion de *debt management* implique une gestion active de la dette, par laquelle on s'efforce d'atteindre une série d'objectifs mais qui doit tenir compte d'un certain nombre de contraintes telles que l'équilibre des finances publiques et des marchés financiers, dans le pays et à l'étranger.

Dans le contexte de la gestion de la dette, la première question qui se pose concerne le mode de financement du déficit : empruntera-t-on à court ou à long terme, s'adressera-t-on au public ou aux établissements financiers, fera-t-on appel à l'épargne intérieure ou à l'emprunt à l'étranger ?

La dette en francs belges vient en première position, cela s'entend.

Cette dette représente actuellement 83 p.c. de la Dette publique.

Depuis 1984-1985 on constate une tendance à la stabilisation de la dette en devises, de sorte que la part de cette dette est revenue de 23,9 p.c. à 17 p.c. en ce moment. Mais nous y reviendrons plus loin.

Nous examinerons d'abord la gestion de la dette en francs belges.

1. Les financements à court terme

La principale source de financement à court terme en francs belges est constituée par les certificats de trésorerie. Alors qu'à l'origine cet instrument était destiné à couvrir les déficits temporaires, de nos jours il est devenu un moyen de financement permanent dont l'importance n'a cessé de croître au cours des dernières années.

Actuellement l'encours des certificats de trésorerie avoisine 1 600 milliards.

Il existe des certificats de trésorerie à 1, 2 et 3 mois; ils sont émis par la Banque Nationale de Belgique pour le compte du Trésor et la même Banque Nationale en fixe le taux d'intérêt. En fait, ils sont émis tous les jours au robinet, mais leur volume pourrait, si les circonstances l'exigent, être limité. Signalons en passant que les certificats de trésorerie à court terme sont devenus le principal instrument de politique monétaire utilisé par la Banque Nationale.

Ces certificats peuvent être souscrits par les banques belges et luxembourgeoises, les banques d'épargne et les institutions publiques de crédit. Il existe aussi un marché secondaire, peu utilisé, entre professionnels.

Viennent ensuite les certificats de trésorerie à 6, 9 et 12 mois émis tous les mois par adjudication, ainsi que les certificats de trésorerie spéciaux, placés directement par le Trésor. Ces derniers certificats, dont la durée et le taux d'intérêt sont fixés par le Trésor, sont le plus souvent émis pour le préfinancement de certains paiements en faveur du Trésor, tels que emprunts, versements de T.V.A., transferts O.N.S.S., impôts.

En fait, il s'agit de certificats taillés sur mesure, destinés à amortir l'effet de lourdes échéances.

Maar ik ben hier eigenlijk niet uitgenodigd om de omvang van de schuld te commentariëren — dit is tenslotte het resultaat van het begrotingsbeleid — maar om uw Commissie een inzicht te geven van het schuldbeheer.

Het schuldbeheer of *debt management* beslaat verschillende facetten waarvan de twee voornaamste de samenstelling van de schuld en de beperking van de rentelasten zijn. Wij zullen ons tot deze punten beperken, maar men zou ook het schuldbeheer kunnen zien in functie van de economische of monetaire politiek.

Het begrip *debt management* betekent een actief schuldbeleid waardoor getracht wordt een reeks objectieven te bereiken, maar waarbij rekening dient te worden gehouden met een aantal beperkingen, zoals het evenwicht zowel van de openbare financiën als van de financiële markten in binnen- en buitenland.

Bij het schuldbeheer rijst onmiddellijk de vraag op welke manier het deficit gefinancierd zal worden: zal men ontfen op korte of lange termijn, zich wenden tot het publiek of tot de financiële instellingen, een beroep doen op het binnenlandse spaarwezen of lenen in het buitenland?

Begrijpelijk komt de schuld in Belgische franken op de eerste plaats.

De Rijksschuld bestaat momenteel voor 83 pct. uit schuld in Belgische franken.

Sedert 1984-1985 is er de tendens tot stabilisatie van de deviezenschuld zodat het aandeel van de deviezenschuld is gedaald van 23,9 pct. in 1984 tot 17 pct. op dit ogenblik. Maar daar komen wij verder op terug.

Laten wij het eerst hebben over het schuldbeleid in Belgische franken.

1. De korte-termijnfinancieringen

De voornaamste financieringsbron in Belgische franken op korte termijn zijn de schatkistcertificaten. Terwijl dit instrument oorspronkelijk voorzien was om de tijdelijke tekorten te dekken, is het thans uitgegroeid tot een bestendig financieringsmiddel waarvan de belangrijkheid de laatste jaren nog is toegenomen.

Thans zijn er voor een bedrag van 1600 miljard schatkistcertificaten in omloop.

Deze kunnen onderverdeeld worden in schatkistcertificaten op 1, 2 en 3 maanden die door de Nationale Bank voor rekening van de Schatkist worden uitgegeven en waarvoor de Bank de rentevoet vaststelt. In feit gebeurt de uitgifte dagelijks « au robinet » maar het volume ervan zou, zo vereist, beperkt kunnen worden. Terloops zij aangestipt dat de schatkistcertificaten op korte termijn het voornaamste instrument van monetaire politiek geworden zijn dat door de Nationale Bank wordt aangewend.

Op deze certificaten kan ingeschreven worden door de Belgische en Luxemburgse banken, de spaarbanken en de openbare kredietinstellingen. Er bestaat ook een weinig gebruikte secundaire markt tussen professionelen.

Verder zijn er de schatkistcertificaten op 6, 9 en 12 maand die maandelijks bij aanbesteding worden uitgegeven, alsook de speciale schatkistcertificaten die rechtstreeks door de Schatkist worden geplaatst. Deze laatste certificaten, waarvan de duur en de rentevoet door de Schatkist worden vastgesteld, worden meestal uitgegeven voor prefinanciering van sommige betalingen aan de Schatkist, zoals leningen, B.T.W.-stortingen, R.M.Z.-overdrachten, belastingen.

In feite gaat het om een soort certificaten op maat gemaakt die gebruikt worden om de invloed van zware vervaldagen op te vangen.

Parmi les principales sources de financement à court terme figurent aussi les avances directes et indirectes de la Banque Nationale: la ligne directe de 37 milliards, inchangée depuis 1979, et la ligne indirecte de 210 milliards du Fonds des Rentes, ramenée aujourd'hui à 160 milliards par suite de la diminution des besoins de financement du Trésor.

Relevons enfin que les avoirs des particuliers à l'Office des Chèques postaux (90 milliards environ) financent également le Trésor.

2. Les emprunts consolidés

D'après le scénario classique, le déficit budgétaire proprement dit doit être financé en recourant au marché des capitaux. Le sacro-saint principe selon lequel les seules dépenses d'investissement peuvent être couvertes par des emprunts a été abandonné depuis longtemps et en particulier depuis l'instauration du budget unique.

Pour les emprunts publics de l'Etat, le Ministre des Finances fait habituellement appel à un consortium d'établissements financiers qui s'engagent à prendre ferme la plus grande partie de l'émission.

Le processus est le suivant: le Ministre adresse d'abord une requête au consortium qui, après concertation, formule une proposition concernant les principales conditions de l'émission proposée, à l'exception du prix d'émission. Après accord, l'emprunt est annoncé et quelques jours avant l'ouverture des souscriptions, le prix d'émission est également fixé.

En dehors de la prise ferme du consortium, l'émission s'effectue également par prise ferme des institutions publiques de crédit et aux guichets de la Banque Nationale de Belgique.

Je tiens à souligner ici que le système de la prise ferme permet au Trésor de placer d'une manière efficace ses emprunts consolidés qui, en fait, poursuivent un double but:

1) conversion périodique de certificats de trésorerie en emprunts à long terme;

2) couverture des échéances finales massives des emprunts existants; c'est ainsi par exemple que les emprunts arrivant à échéance en février et mars 1989 totalisent respectivement 140 milliards et 80 milliards, et il serait impensable d'y faire face par d'autres formules que le consortium.

Le recours à un consortium de prise ferme est toutefois une formule relativement coûteuse: la commission qui lui est allouée s'élève en effet à 1,60 p.c., dont les banques attribuent soit 1,20 p.c. aux intermédiaires financiers qui assurent le placement ultérieur de l'emprunt, soit 1 p.c. aux investisseurs institutionnels qui souscrivent pour leur propre compte. Cela veut dire qu'en plaçant au cours de l'année des emprunts pour un montant nominal de 500 milliards, l'Etat encaisse 8 milliards de moins au titre de commissions.

Une évolution qui ne peut être passée sous silence dans le financement du déficit des pouvoirs publics est le raccourcissement de la durée de la dette. C'est ainsi qu'en 1979 la dette consolidée représentait encore 77 p.c. de la dette active; en 1988 cette proportion était tombée à 65 p.c.

D'une part, les pouvoirs publics recourent donc de plus en plus au marché monétaire plutôt qu'au marché des capitaux et d'autre part la durée de la dette obligataire à l'émission se réduit. Cette durée est actuellement comprise entre 7 et 8 ans et depuis bien longtemps on n'entend plus parler d'emprunts d'une durée de 15 à 20 ans. En fait, cette tendance est également observée sur les marchés internationaux.

Als voornaamste bronnen van korte-termijnfinancieringen dienen eveneens te worden vermeld de directe en indirecte voorschotten van de Nationale Bank: de directe lijn van 37 miljard die sedert 1979 ongewijzigd is gebleven en de indirecte lijn langs het Rentenfonds van 210 miljard, thans teruggebracht tot 160 miljard als gevolg van de vermindering van de financieringsbehoeften van de Schatkist.

Tenslotte moet nog worden vermeld dat de tegoeden van de particulieren bij de Postchecks (ongeveer 90 miljard) eveneens de Schatkist financieren.

2. De geconsolideerde leningen

Volgens het klassieke scenario nochtans dient het eigenlijke begrotingsdeficit te worden gefinancierd door beroep op de kapitaalmarkt. Het heilige principe dat slechts investeringsuitgaven door leningen gedekt mogen worden, is sedert lang opzij geschoven en nog meer sedert het invoeren van de eenheidsbegroting.

Voor de openbare staatsleningen doet de Minister van Financiën gewoonlijk een beroep op een consortium van financiële instellingen die zich ertoe verbinden op het grootste gedeelte van de emissie in te schrijven.

De emissieprocedure begint met een verzoek van de Minister tot het consortium, dat na onderling overleg een voorstel formuleert betreffende de voornaamste voorwaarden, de emissieprijs uitgezonderd, van de voorgenomen emissie. Na akkoord wordt de lening afgekondigd en enkele dagen vóór de openstelling wordt ook de emissieprijs bepaald.

Naast de vaste overname door het Consortium gebeurt de uitgifte ook door vaste opname van de openbare kredietinstellingen en aan de loketten van de Nationale Bank van België.

Ik wil er hier op wijzen dat het systeem van vaste overname de Schatkist de mogelijkheid biedt op een efficiënte manier haar geconsolideerde leningen te plaatsen, die in feite een dubbel doel beogen:

1) periodieke omzetting van schatkistcertificaten in langlopende leningen;

2) het opvangen van de massale eindvervaldagen van bestaande leningen; zo komen b.v. in februari voor 140 miljard en in maart 1989 voor 80 miljard leningen tot hun eindvervaldag en het zou ondenkbaar zijn deze op te vangen met andere formules dan het consortium.

Nochtans is het beroep op een consortium van vaste overname een vrij kostelijke formule; het toegekende commissieloon bedraagt immers 1,60 pct., waarvan de banken hetzij 1,20 pct. toekennen aan de financiële tussenpersonen die de lening verder plaatsen, hetzij 1 pct. aan de institutionele beleggers die voor eigen rekening intekenen. Dat wil zeggen dat indien de Staat in de loop van het jaar leningen plaatst voor een nominaal kapitaal van 500 miljard, hij uit hoofde van toegekende commissies daarop een minderontvangst boekt van 8 miljard frank.

Een ontwikkeling in de financiering van het overheidstekort waaraan hier niet voorbij gegaan kan worden, is de verkorting van de looptijd van de schuld. Zo bedroeg de geconsolideerde schuld in 1979 nog 77 pct. van de uitstaande schuld en in 1988 65 pct.

De overheid doet dus meer en meer een beroep op de geldmarkt in plaats van op de kapitaalmarkt, terwijl ook de looptijd van de obligatieschuld bij uitgifte verkort. Die looptijd bedraagt nu 7 à 8 jaar en van leningen met een looptijd van 15 of 20 jaar is sedert lang geen sprake meer. In feite gaat het hier om een tendens die ook op de internationale markten aanwezig is.

A quoi ce phénomène peut-il être attribué?

1. Peut-être à la réticence du public à l'égard de l'Etat-débiteur?

2. A la nostalgie des taux d'intérêt élevés du temps où sévissait une vive inflation?

En soi, cette réduction des durées moyennes n'a pas été préjudiciable aux pouvoirs publics, car les baisses des taux d'intérêt se sont répercutées plus vite sur les charges.

On peut aussi constater une modification rapide du groupe de détenteurs de la dette publique :

— plus des 3/4 de la dette consolidée sont actuellement aux mains d'investisseurs professionnels;

— cette position dominante est encore renforcée d'une année à l'autre par l'épargne-pension, les fonds communs de placement et les Sicav, entre autres.

La part des particuliers et des sociétés non financières n'a atteint ces dernières années que 10 p.c., contre 30 à 40 p.c. en 1980.

La diminution de l'intérêt accordé aux emprunts d'Etat est cependant allée de pair avec un intérêt grandissant des établissements financiers à l'égard des bons de caisse, ce qui a en fait donné naissance à un double circuit : d'une part les bons de caisse achetés par les particuliers et d'autre part les obligations acquises par les établissements financiers avec le produit de ces bons de caisse.

Nous ne pouvons clore le chapitre de la dette à long terme sans dire un mot de quelques particularités telles que les consolidations, les conversions, les emprunts forcés et autres formules qui font régulièrement leur apparition dans la gestion de la dette des pouvoirs publics, surtout en temps de crise.

La consolidation est la prolongation de tout ou partie de la dette publique. Il y a conversion essentiellement lorsque le taux d'intérêt est adapté au taux du marché dans le sens de la baisse; dans le cas d'un emprunt forcé, des personnes ou des organismes sont obligés d'investir une partie de leurs avoirs en fonds publics.

Peut-être a-t-on songé à ces formules à l'occasion de l'opération de réaménagement d'août 1986, qui est devenue en fin de compte une conversion aux conditions du marché; l'opération consistait en fait à reporter un montant d'environ 100 milliards (à augmenter de 28 milliards pour 1989) de charges d'intérêt, pour des économies réelles minimes.

En ce qui concerne la gestion matérielle des effets publics, il a été procédé à une dématérialisation partielle (environ 40 p.c. des grandes coupures) des obligations du secteur public et la dématérialisation des certificats de trésorerie est prévue pour 1989.

Bien que les avantages des innovations financières ne doivent pas être surestimés, on peut tendre à une baisse marginale des taux d'intérêt, à un élargissement des marchés, à une diminution des coûts d'intermédiation et à une répartition des charges. Sur le marché national on peut citer les innovations suivantes :

— la réintroduction des options « call » qui, en cas de baisse des taux du marché, permettent un remboursement anticipé;

— afin de stimuler l'intérêt des étrangers pour les émissions belges, des mesures ont été adoptées en 1987 pour accélérer la récupération du precompte mobilier;

Waarom is dit verschijnsel te wijten?

1. Misschien aan de terughoudendheid van het publiek t.a.v. de Staat-schuldenaar?

2. Aan het heimwee naar de hoge rentevoeten uit de tijd van de felle inflatie?

Deze verkorting van de gemiddelde looptijden is daarom niet per se nadelig voor de overheid geweest, want de rentedalingen hebben sneller kunnen doorwerken op de lasten.

Een andere vaststelling die gemaakt kan worden is de zich vlug voltrekkende wijziging in het houderschap van de overheids-schuld:

— meer dan drie vierde van de geconsolideerde schuld is thans in handen van beroepsbeleggers;

— die overwegende positie wordt van jaar tot jaar nog verstrekt, onder meer door het pensioensparen, de gemeenschappelijke beleggingsfondsen en de Sicav's.

Het aandeel van de particulieren en de niet-financiële vennootschappen bedroeg de laatste jaren nog slechts 10 pct. t.o.v. 30 à 40 pct. in 1980.

Met de verminderde belangstelling voor de staatsleningen ging echter een groeiende interesse gepaard voor de kasbons van de financiële instellingen, zodat in feite een dubbel circuit is ontstaan: enerzijds de kasbons aangekocht door de particulieren en anderzijds de obligaties aangekocht door de financiële instellingen met de opbrengst van die kasbons.

Wij kunnen het hoofdstuk van de langlopende schuld niet afsluiten zonder een woord te zeggen omtrent enkele particulariteiten zoals consolidaties, conversies, gedwongen leningen en dergelijke die regelmatig voorkomen in het schuldbeheer van de overheid, vooral in crisistijden.

Een consolidatie is de verlenging van een deel of het geheel van de overheidsschuld. Men spreekt van conversie hoofdzakelijk wanneer de rentevoet in neerwaartse zin wordt aangepast aan de marktrente, terwijl bij een gedwongen lening personen of instellingen verplicht worden een deel van hun bezit in overheidsfondsen te beleggen.

Wellicht heeft men aan dergelijke formules gedacht ter gelegenheid van de herschikkingsoperatie van augustus 1986, die tenslotte een conversie aan marktvoorwaarden is geworden, waarbij in feite een bedrag van ongeveer 100 miljard (te vermeerderen met 28 miljard voor 1989) aan intrestlasten naar de toekomst wordt verschoven, terwijl de werkelijke besparingen miniem zijn.

Wat het materiële beheer van het overheidspapier betreft werd werk gemaakt van een gedeeltelijke dematerialisatie (ongeveer 40 pct. van de grote coupures) van de overheidsobligaties en de dematerialisatie van de schatkistcertificaten is voorzien voor 1989.

Hoewel de voordelen van het financieel innoveren niet mogen worden overschat, kan men streven naar een marginale daling van de rente, het verbreden van de markten, het verminderen van de intermediaiekosten en de spreiding van de lasten. Op de binnenlandse markt zijn te citeren als innovaties:

— het opnieuw invoeren van de call-opties die, bij dalende marktrente, de vervroegde terugbetaling mogelijk maken;

— om de belangstelling van buitenlanders voor de Belgische emissies aan te moedigen werden in 1987 maatregelen genomen ten einde een vluggere recuperatie van de roerende voorheffing mogelijk te maken;

— à cela s'est ajoutée l'émission d'une série d'emprunts en exemption d'impôt en faveur du logement. De tels emprunts ne donnent toutefois pas une idée précise du taux du marché et leur succès n'est que modéré puisque les prêteurs y attachent diverses attentes en matière d'avantages fiscaux. L'expérience a enseigné que les emprunts exemptés d'impôt ne doivent dès lors pas être considérés comme une source de financement moins onéreuse;

— enfin, il y a eu l'émission de quelques emprunts du type «tender», à savoir des emprunts émis par adjudication parmi les banques, les banques d'épargne, les institutions publiques de crédit et les agents de change, à des prix fixés de gré à gré, et ce non pas directement au profit du Trésor mais pour le Fonds d'aide au redressement financier des communes.

Bien que cette formule ait suscité une controverse dans les milieux financiers, on s'efforcera de lui donner une plus large application dans l'avenir.

En vue de l'élargissement du marché belge des capitaux dans la perspective du marché unique de 1992, plusieurs produits nouveaux sont actuellement testés, quant à leur utilité et efficacité, au sein de la Commission Maystadt pour la restructuration de la bourse et le développement du marché des capitaux.

Ainsi, on travaille d'arrache-pied, à la Trésorerie, pour émettre bientôt, par la formule de l'adjudication ou «tender», une série d'emprunts qui formeront à la fin de l'année un seul emprunt linéaire, comme l'O.A.T. française (obligation assimilable du Trésor). Nous ne pouvons cependant pas passer instantanément d'une formule à l'autre, si bien que la formule du consortium subsistera quelque temps encore.

La dette extérieure

Après ces quelques considérations relatives à la gestion de la dette en francs belges, il convient à présent de se pencher sur le financement de la dette extérieure. Bien que celle-ci ne représente plus que 17 p.c. de la dette publique, elle entraîne d'autant plus de problèmes de gestion.

Dans l'après-guerre, la dette extérieure de la Belgique a présenté un profil assez changeant.

1. Dans une première période, allant jusqu'en 1969 inclus, la dette en devises représente 11 p.c. ou un peu plus de la dette totale.
2. Une deuxième période va de 1970 à 1977. Au cours de cette période, la dette en devises est remboursée progressivement. A la fin de 1977 elle est pratiquement réduite à zéro.
3. La troisième période commence en 1978 et voit un nouvel accroissement de la dette en devises: de 3,4 milliards, elle passe à 1 018,3 milliards en 1984, soit 23,88 p.c. de la dette totale.
4. La quatrième période ou période actuelle, qui a commencé vers le milieu de 1984, se caractérise par une stabilisation de la dette en devises autour de 1 000 milliards.

En réalité, la dette en devises ne varie plus, indépendamment de la politique monétaire, comme nous l'avons déjà dit, que par les fluctuations des cours de change, de sorte qu'elle diminue *ipso facto* par rapport à la dette totale.

Comment se forme la dette en devises?

Jamais le Trésor n'a, de concert avec la Banque Nationale, émis d'emprunts en monnaies étrangères, si ce n'est en cas de nécessité absolue. Il n'a donc recouru à ce type d'emprunt que lorsque l'exiguïté du marché des capitaux ne permettait pas de satisfaire les besoins d'emprunt du secteur public à des conditions raisonnables ou lorsqu'un recours excessif au marché national des capitaux aurait pu entraîner des perturbations.

— er is ook de uitgifte geweest van een reeks leningen met belastingvrijstelling ten behoeve van de huisvesting. Dergelijke leningen geven echter geen duidelijk beeld van de markttrente en het succes is maar matig aangezien de kredietverstrekkers er verschillende verwachtingen inzake belastingvoordelen aan koppelen. De ondervinding heeft geleerd dat belastingvrije leningen dan ook niet als een goedkopere financieringsbron aangezien dienen te worden;

— tenslotte waren er de uitgaven van enkele kleinere tenderleningen, d.w.z. leningen uitgegeven bij aanbesteding onder de banken, spaarbanken, openbare kredietinstellingen en wisselagenten tegen onderhands vastgestelde prijzen, dit niet rechtstreeks ten behoeve van de Schatkist maar van het Herstelfonds van de Gemeenten.

Alhoewel deze formule een controverse op gang heeft gebracht in de financiële kringen, zal getracht worden deze ook in de toekomst ruimer in toepassing te brengen.

Met het oog op de verruiming van de Belgische kapitaalmarkt in het vooruitzicht van de eenheidsmarkt van 1992 worden thans een aantal nieuwe produkten op hun bruikbaarheid en efficiëntie onderzocht in de zogenaamde Commissie-Maystadt tot herstructurering van de beurs en de uitbouw van de kapitaalmarkt.

Zo wordt in de Schatkist hard gewerkt om eerlang door middel van de aanbestedings- of tenderformule een reeks leningen uit te geven die op het einde van het jaar één lineaire lening vormen, zoals de Franse O.A.T. Wij kunnen echter niet zo meteen van de ene op de andere formule overstappen zodat de consortium-formule nog wel enige tijd zal moeten meegaan.

De buitenlandse schuld

Na enig inzicht te hebben gegeven in het schuldbeheer in Belgische franken kunnen wij nu de buitenlandse financiering nader toelichten. Alhoewel de buitenlandse schuld nog slechts 17 pct. van de Rijksschuld uitmaakt, brengt zij des te meer beheersproblemen mee.

België heeft in de na-oorlogse periode een nogal wisselende buitenlandse schuld gekend.

1. Een eerste periode tot en met 1969, waar de schuld in deviezen 11 pct. of iets meer belooft van de totale schuld.
2. Een tweede periode die in 1970 begint en eindigt in 1977. Tijdens deze periode werd de schuld in deviezen progressief terugbetaald. Einde 1977 werd deze ongeveer op nul gebracht.
3. De derde periode start in 1978, waarin de schuld in deviezen opnieuw zal aangroeien van 3,4 miljard tot 1 018,3 miljard in 1984 of 23,88 pct. van de totale schuld.
4. De vierde of huidige periode begon half 1984. Vanaf dat ogenblik is er een stabilisatie van de deviezenschuld op ongeveer 1 000 miljard.

In feite beweegt de deviezenschuld, afgezien van de monetaire politiek, zoals reeds gezegd, nog enkel door de wisselcoëfficiënten zodat zij *ipso facto* daalt t.o.v. de totale schuld.

Hoe ontstaat de schuld in deviezen?

Nooit heeft de Thesaurie, en dit in overleg met de Nationale Bank, leningen in deviezen opgenomen tenzij er absolute noodzakelijkheid bestond. Toevlucht tot deviezenleningen werd dus slechts genomen wanneer het door de krapte op de binnenlandse kapitaalmarkt niet mogelijk was aan de leningsbehoeften van de openbare sector onder redelijke voorwaarden te voldoen of een overdreven beroep op de nationale kapitaalmarkt aanleiding tot storingen zou kunnen geven.

Il est cependant un fait que, lorsque le volume de l'épargne intérieure ne suffit pas à couvrir les besoins des pouvoirs publics et que la balance des paiements est déficitaire, les réserves de change de la banque centrale peuvent être entamées. Cette dernière peut alors faire usage des devises que le Trésor lui concède contre francs belges. Lorsque le Trésor fait appel au marché monétaire et financier étranger pour couvrir ses besoins de financement, il soutient en même temps les réserves de la Banque Nationale.

Le recours aux emprunts en monnaies étrangères à partir de 1978 est directement lié au rythme de progression du solde net à financer des pouvoirs publics. En 1978 le solde net à financer a ainsi été couvert à raison de 6,3 p.c. par des emprunts en devises. En 1979 ce taux était de 20 p.c. et en 1981 de 51,6 p.c. L'accroissement du déficit budgétaire s'est produit à peu près de la manière suivante.

A la suite de la première crise pétrolière et encore plus de la seconde, l'excédent de la balance des opérations courantes s'est mué en déficit. En 1981 la balance courante a laissé un déficit record de 155,5 milliards de francs belges.

Comme les déficits budgétaires résultent en grande partie d'un accroissement des prestations de consommation, les dépenses des ménages et du même coup les importations ont été maintenues à un haut niveau. C'est ce qui explique le déficit de plus en plus grand de la balance des paiements courants.

Etant plus offert que demandé, le franc belge a subi de fortes pressions et le manque de confiance a provoqué des sorties de capitaux. La diminution corrélative des réserves et la faiblesse du franc belge ont contraint l'Etat à couvrir ses déficits budgétaires par des emprunts en devises.

Nous commentons à présent brièvement la structure de la dette publique en devises

D'après la durée, la dette extérieure peut être répartie en dette à court terme et dette à long terme.

La part de la dette consolidée en devises est passée de 18,1 p.c. en 1978 à 62,8 p.c. en 1984. Ensuite elle est retombée et actuellement elle tourne autour de 50 p.c. La préférence de l'emprunteur pour la dette flottante ou consolidée varie en fonction des prévisions de taux d'intérêt. En principe, l'emprunteur préférera contracter des emprunts consolidés lorsqu'il prévoit une hausse des taux d'intérêt.

Inversément, il accordera la préférence aux emprunts flottants s'il s'attend à une baisse des taux d'intérêt. Le choix d'emprunts à long terme peut aussi être dicté par des considérations de sécurité: si le terme est plus long, il faudra revenir moins souvent sur le marché pour renouveler la dette. S'il faut soutenir temporairement le franc belge, l'Etat contractera des emprunts à court terme.

L'existence d'une importante fraction de dette flottante comporte aussi des dangers, en particulier au moment où la tendance baissière des taux d'intérêt fait place à une tendance haussière. Tout l'art consiste à consolider en temps voulu.

Une autre distinction est toutefois plus importante que la précédente: taux d'intérêt fixe et taux d'intérêt flottant. Une dette consolidée peut en effet aussi avoir un taux d'intérêt qui est adapté périodiquement aux conditions du marché. La ventilation de la dette en devises d'après le taux d'intérêt, fixe et variable (ou flottant), montre que depuis le début des années 80 ces emprunts étaient, pour la plus grande part, assortis de taux flottants.

Het is echter zo dat, wanneer het binnenlands spaarquotum onvoldoende is om de overheidsbehoeften te dekken en de betalingsbalans deficitair is, er een situatie kan ontstaan waarin de deviezenreserves van de Centrale Bank aangepast worden. Deze laatste kan dan dankbaar gebruik maken van de deviezen die de Schatkist haar afstaat tegen Belgische franken. Wanneer de Schatkist een beroep doet op de buitenlandse geld- en kapitaalmarkt om aan haar financieringsbehoeften te voldoen, ondersteunt zij gelijktijdig de deviezenreserves van de Nationale Bank.

Het beroep op deviezenleningen vanaf 1978 staat in rechtstreeks verband met het stijgingsritme van het netto te financieren saldo van de overheid. Aldus werd in 1978 het netto te financieren saldo voor 6,3 pct. gedekt door de leningen in deviezen. In 1979 was dit 20 pct. en in 1981 51,6 pct. De toename van het budgetair tekort verliep ongeveer als volgt:

Door de eerste oliecrisis en nog meer door de tweede, sloeg het overschot op de balans van de lopende verrichtingen om in een tekort. In 1981 kende de lopende balans een rekorddeficit van 155,5 miljard Belgische frank.

Aangezien de begrotingstekorten grotendeels het gevolg waren van toenemende consumptieuitkeringen, werden aldus de uitgaven van de privé-huishoudingen en meteen ook de import op een hoog niveau gehouden. Dit lag aan de basis van een steeds groter deficit op de lopende betalingsbalans.

Door het feit dat de Belgische frank meer werd aangeboden dan gevraagd, kwam hij onder zware druk en het gemis aan vertrouwen veroorzaakte een kapitaaluitvoer. De daaruit voortvloeiende daling van de reserves en de zwakte van de Belgische frank dwongen de Staat om zijn begrotingstekorten door deviezenleningen te dekken.

Wij geven nu enige commentaar omtrent de structuur van de openbare schuld in deviezen

Naar gelang van de looptijd kan de buitenlandse schuld ingedeeld worden in korte en lange termijn.

Het aandeel van de geconsolideerde deviezenschuld nam toe van 18,1 pct. in 1978 tot 62,8 pct. in 1984. Daarna daalde terug het belang van de geconsolideerde schuld om thans ongeveer 50 pct. te belopen. De voorkeur van de ontlenaar voor vlottende of geconsolideerde schuld varieert naargelang van de renteverwachtingen. Principieel zal de ontlenaar liever geconsolideerde leningen aangaan wanneer hij verwacht dat de rentevoeten zullen stijgen.

Omgekeerd zal hij er de voorkeur aan geven vlottend te lenen als hij verwacht dat de rentevoeten zullen dalen. Daarnaast kan het aangaan van leningen op lange termijn ook worden ingegeven door zekerheidsoverwegingen: bij langere termijn moet men minder vaak op de markt terugkomen om de schuld te hernieuwen. Wanneer het de bedoeling is de Belgische frank tijdelijk te ondersteunen, zal de Staat leningen aangaan op korte termijn.

Aan het bestaan van een belangrijk deel aan vlottende schuld zijn ook gevaren verbonden en zeker op het ogenblik van een ommekeer van dalende naar stijgende trend van de intrestvoeten. De kunst bestaat erin tijdig te consolideren.

Een ander onderscheid is evenwel belangrijker dan het voorgaande, namelijk de vaste rentevoet en de vlottende rentevoet. Een geconsolideerde schuld kan namelijk ook een rentevoet hebben die periodiek aan de marktvorwaarden aangepast wordt. De indeling van de deviezenschuld in vaste en veranderlijke (of zwevende rentevoet) laat blijken dat sedert het begin van de jaren 80 het grootste gedeelte van deze leningen werd opgenomen met zwevende rentevoeten.

Il y avait à cela deux raisons :

- 1° nous étions en pleine période de taux d'intérêt fixes élevés;
- 2° l'exiguïté des marchés financiers ne laissait pas le choix.

Pour la dette consolidée en devises, la part des emprunts à taux flottant avoisine 65 p.c., mais pour la dette à court terme et la dette consolidée en devises réunies, on obtient une dette à taux variable de 75 p.c. environ. Cette structure de la dette nous a permis d'alléger la charge des intérêts de quelques milliards au moment où les taux d'intérêt avaient baissé partout, mais elle renferme aussi certains dangers. Nous y reviendrons.

Le choix de la monnaie est directement lié au rapport taux variable/taux fixe, eu égard tout d'abord à la charge d'intérêt et ensuite au risque de change.

A remarquer la forte présence du mark allemand et du franc suisse. Ensemble ils représentent près de 70 p.c. du total de la dette en devises. La raison doit en être cherchée dans le taux d'intérêt bas et la stabilité du franc belge par rapport à ces monnaies.

Le dollar, en revanche, qui a été à un moment donné la principale monnaie de nos emprunts en monnaies étrangères, a perdu cette primauté, ce qui s'explique en partie par sa dépréciation à partir de mars 1985, mais aussi par les taux d'intérêt élevés et par son instabilité.

Actuellement la composition monétaire est la suivante :

	Dette consolidée — Geconsolideerde schuld	Dette flottante — Vlottende schuld	Dette totale en devises — Totale schuld in deviezen
CHF	28,94 %	32,87 %	30,91 %
DEM	31,02 %	45,49 %	38,29 %
JPY	18,19 %	1,40 %	9,76 %
NLG	4,40 %	11,92 %	8,21 %
USD	17,39 %	8,32 %	12,83 %
	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Lorsque l'Etat émet un emprunt dans une monnaie étrangère, il court un risque de change. Ce risque joue lors du paiement des intérêts et lors du remboursement du capital.

Lors du paiement des intérêts, les différences de change ont un impact favorable ou défavorable sur le budget. Les différences de change sur le capital ne deviendront effectives qu'à l'échéance finale de l'emprunt, pour autant qu'aucun autre emprunt dans la même monnaie ne soit contracté pour rembourser le précédent.

En théorie l'Etat pourrait se couvrir contre les risques de change, mais compte tenu de la durée indéterminée de l'engagement en devises et des montants énormes dont il s'agit, une couverture serait prohibitive. De tels contrats n'ont dès lors pu être conclus que pendant la période initiale, quand la dette en devises était encore peu importante. Il n'empêche qu'avec le concours de la Banque Nationale, des opérations à terme sont conclues lorsque d'importantes échéances sont en vue.

Quels instruments le Trésor a-t-il utilisés pour ses emprunts en devises?

1. Dette flottante en devises

Jusqu'au milieu de 1987 la dette à court terme en devises a uniquement été émise sous forme de bons du Trésor par référence aux taux d'intérêt interbancaires.

Zulks was verantwoord om twee redenen :

- 1° wij kenden volop een periode van hoge vaste rentevoeten;
- 2° de schaarste op de kapitaalmarkten liet veelal geen andere keuze open.

Voor de geconsolideerde schuld in vreemde deviezen belooft het aandeel van leningen met zwevende rentevoeten ongeveer 65 pct., maar indien de korte-termijnschuld en de geconsolideerde schuld in deviezen samen worden genomen, dan komt men tot een schuld met veranderlijke rentevoet van ongeveer 75 pct. Deze schuldstructuur heeft ons in staat gesteld miljarden te besparen op de intrestlasten op het moment dat de rentevoeten overal gedaald zijn, maar sluit ook zekere gevaren in. Wij komen daarop terug.

In direct verband met de verhouding veranderlijke en vaste rentevoet staat de keuze van de munt. In eerste instantie gelet op de rentelast en in tweede instantie gelet op het wisselrisico.

Opvallend is de sterke vertegenwoordiging van de Duitse mark en de Zwitserse frank. Samen vertegenwoordigen zij bijna ongeveer 70 pct. van het totaal van de schuld in deviezen. De reden hiervoor is te zoeken in de lage rentevoet en de stabiliteit van de Belgische frank ten opzichte van deze munten.

De dollar daarentegen, die ooit de belangrijkste munt was in ons pakket deviezenleningen, is dit nu niet meer, wat gedeeltelijk te verklaren is door zijn depreciatie vanaf maart 1985, maar ook door de hoge rentevoeten en zijn wispelturigheid.

Momenteel is de samenstelling als volgt :

Wanneer de Staat een lening in deviezen uit geeft, loopt hij een wisselkoersrisico. Dit wisselkoersrisico speelt bij de betaling van de intresten en bij de terugbetaling van het kapitaal.

Bij de betaling van de intresten hebben de wisselkoersverschillen een voordelige of nadelige impact op de begroting. De wisselkoersverschillen op het kapitaal zullen maar effectief worden op de eindvervaldag van de lening, voor zover geen nieuwe lening in dezelfde munt aangegaan wordt om de vorige mee terug te betalen.

Theoretisch zou de Staat zich kunnen indekken tegen wisselkoersrisico's, maar gezien de onbepaalde duur van de deviezenverplichting en de enorme bedragen waarover het gaat, zou een dekking onbetaalbaar zijn. Dergelijke contracten konden dan ook slechts gesloten worden in de beginperiode toen de deviezen-schuld nog onbelangrijk was. Zulks belet echter niet dat in samenwerking met de Nationale Bank termijnoperaties worden afgesloten wanneer belangrijke vervaldagen in het verschiet zijn.

Welke instrumenten heeft de Schatkist aangewend voor haar deviezenleningen?

1. Vlottende schuld in deviezen

Tot midden 1987 werd de korte-termijnschuld in deviezen uitsluitend uitgegeven in de vorm van schatkistbons op basis van de interbankenrentevoeten.

Le terme de ces bons peut varier mais ne dépasse généralement pas un an. A cet effet il est fait appel au marché interbancaire, par le biais de banques tant belges qu'étrangères. Le taux d'intérêt est convenu sur la base du Libor (London Interbank Offered Rate), du Limean (London Interbank Mean Rate) ou du Libid (London Interbank Bid Rate). Un important nouvel instrument de financement à court terme est l'« Euro-Commercial Paper » (E.C.P.).

Le « commercial paper » se distingue des crédits bancaires traditionnels par le fait que les banques n'accordent plus de prêts sur leurs dépôts mais font office d'intermédiaire entre l'investisseur et l'émetteur : les banques (« dealers ») font des propositions (« bids ») sur lesquelles les deux parties doivent être d'accord.

L'« euro-commercial paper » doit être regardé comme un moyen de diversification du crédit par rapport aux lignes de crédit interbancaires classiques en monnaies étrangères à court terme. En outre, de meilleures conditions peuvent être obtenues sur le marché E.C.P.

En fait, le marché du « commercial paper » ne fonctionne d'une manière satisfaisante que dans le dollar américain. Il existe des programmes dans le marché de l'eurodollar et dans le marché du dollar. La Belgique n'a qu'un programme eurodollar, dans lequel les placements de « commercial paper » portent actuellement sur 1,5 million de dollars. Mais comme nous avons essentiellement à refinancer d'autres devises que le dollar, la contre-valeur fait l'objet de « swaps » en d'autres devises, en particulier le mark allemand et le franc suisse. Pour la Belgique, émetteur de premier ordre, les résultats sont plus que satisfaisants. Un placement de « commercial paper » au Libid - 10 points n'est pas rare, ce qui nous donne après « swaps » en d'autres monnaies un coût jusqu'à 15 points inférieur au taux du marché interbancaire.

En mai 1988 le Trésor a également lancé un programme de « medium terme notes » (M.T.N.).

Les M.T.N. sont des obligations émises de la même manière que l'E.C.P. La plupart du temps l'émetteur fixe un prix exprimé par un « spread » ou écart au-dessus du taux des obligations du Trésor américain et les investisseurs peuvent y souscrire.

Les M.T.N. peuvent être considérées comme des obligations dont la durée peut varier de 9 mois à 15 ans, mais l'expérience nous a appris que les meilleures conditions sont obtenues pour les durées de 2 et 3 ans. La contre-valeur des M.T.N. qui portent un taux d'intérêt inférieur au Libor permet entre autres de refinancer à meilleur compte les crédits roll-over qui subsistent à un taux d'intérêt dépassant de 1/2 ou 1/8 p.c. le Libor. Nous avons actuellement 500 millions de dollars de M.T.N. en circulation, dont 40 p.c. ont été converties en franc suisse et 60 p.c. en mark allemand.

2. Dette consolidée en devises

En ce qui concerne la gestion de la dette à long terme en devises (en général 5 ans et plus), le Trésor a fait usage des possibilités de diversification qu'offrent les marchés internationaux. En plus des emprunts classiques à taux fixe et échéance finale, il a recouru à une panoplie de nouveaux instruments, en poursuivant toujours le même but : réduire le coût de la dette par une gestion efficace de la dette en devises.

Voici un aperçu des instruments employés et de certaines innovations.

Credits « roll-over » :

Le crédit roll-over est un crédit consenti pour une période de 5 à 10 ans par une banque ou par un syndicat de banques. La prêt peut être utilisé dans sa totalité ou en tranches. Chaque tranche a généralement une échéance d'intérêt après 3, 6 ou 12 mois suivant les dispositions du contrat.

De termijn ervan kan verschillen, maar bedraagt doorgaans niet meer dan één jaar. Daartoe wordt een beroep gedaan op de interbankenmarkt via zowel Belgische als buitenlandse banken. De intrestvoet wordt overeengekomen op basis van Libor (London Interbank Offered Rate), Limean (London Interbank Mean Rate) of Libid (London Interbank Bid Rate). Een belangrijk nieuw instrument van korte-termijnfinanciering is het Euro-Commercial Paper.

Commercial Paper onderscheidt zich van de traditionele bankkredieten door het feit dat de banken niet meer op hun deposito's leningen toestaan, maar wel de rol spelen van tussenpersoon tussen investeerder en uitgever : banken (dealers) doen voorstellen (bids) waarover de twee partijen akkoord dienen te gaan.

Euro-Commercial Paper moet gezien worden als een mogelijkheid van kredietdiversificatie ten opzichte van de klassieke interbancaire kredietlijnen in vreemde deviezen op korte termijn. Daarenboven kunnen op de E.C.P.-markt betere voorwaarden verkregen worden.

De markt van het Commercial Paper functioneert in feite alleen op een bevredigende wijze in de dollar. Er bestaan programma's in de Eurodollar-markt en in de U.S. dollar-markt. België heeft alleen een Eurodollarprogramma, waarin momenteel voor 1,5 miljard dollar Commercial Paper is geplaatst. Maar vermits wij overwegend andere dan dollardeviezen hebben te herfinancieren, wordt de tegenwaarde ervan gewapt naar andere deviezen, inzonderheid de D.M. en de Zw.F. Voor België als emittent van eerste hoedanigheid zijn de resultaten meer dan bevredigend. Commercial Paper geplaatst aan Libid - 10 punten is geen zeldzaamheid, hetgeen ons na swaps in andere munten een kostprijs geeft die tot 15 punten onder de interbankenmarktrente ligt.

In mei 1988 is de Schatkist eveneens gestart met een « medium term notes » programma.

M.T.N. zijn bonds die op dezelfde wijze worden uitgegeven als E.C.P. Meestal wordt door de uitgever een prijs vooropgezet uitgedrukt door een spread boven de U.S. Treasurybonds en kunnen investeerders hierop intekenen.

M.T.N. kunnen aangezien worden als een soort obligaties met een looptijd die kan variëren van 9 maand tot 15 jaar, maar de ervaring heeft ons geleerd dat de beste voorwaarden verkregen worden op de termijnen van 2 en 3 jaar. De tegenwaarde van de M.T.N., die een rentevoet draagt die onder de Libor ligt maakt het onder andere de nog overblijvende roll-overkredieten die uitstaan tegen een rentevoet van 1/2 of 1/8 percent boven de Libor, te financieren tegen goedkopere voorwaarden. Momenteel hebben wij M.T.N.'s in omloop voor een bedrag van 500 miljoen dollar, die voor 40 pct. werden omgezet in Zwitserse frank en voor 60 pct. in Duitse mark.

2. Geconsolideerde schuld in deviezen

Op het vlak van het beheer van de langlopende schuld in deviezen (over het algemeen 5 jaar en meer) heeft de Thesaurie gebruik gemaakt van de diversificatiemogelijkheden die de internationale markten bieden. Naast de klassieke leningen met vaste rentevoet en eindvervaldag werd gebruik gemaakt van een hele reeks nieuwe instrumenten, steeds met de bedoeling door de efficiëntie van het beheer van de deviezenschuld de kosten van de schuld te verminderen.

Hierna volgt een overzicht van de aangewende instrumenten en van bepaalde innovaties.

Roll-over kredieten :

Een « roll-over » krediet is een kredietopening toegestaan voor een periode gaande van 5 tot 10 jaar door een bank of door een syndicaat van banken. De lening kan in haar geheel of in verschillende tranches worden opgenomen. Elke tranche heeft doorgaans een intrest-vervaldag na 3, 6 of 12 maanden naar gelang van de bepalingen in het contract.

A cette échéance, chaque tranche du contrat peut être remboursée ou prolongée pour une période de 3, 6 ou 12 mois. L'emprunteur paie sur les montants utilisés un intérêt variable sur la base du taux interbancaire, auquel s'ajoute une marge ou « spread ». Au début cette marge était très élevée.

La souplesse du « crédit roll-over » permet à l'emprunteur de lever des fonds suivant ses besoins.

Le montant du crédit est exprimé en une monnaie de référence, bien souvent le dollar américain, mais une clause « multi-devises » peut aussi être prévue. Cela signifie que l'emprunteur peut utiliser le crédit en d'autres monnaies telles que le mark allemand, le franc suisse, le florin ou le yen. L'utilisation peut, suivant les termes du contrat, se faire soit en totalité, soit à concurrence d'un pourcentage déterminé dans une monnaie au choix.

Dans le cas d'un crédit « multi-devises », l'emprunteur court, comme dans tout emprunt en devises, un risque de change dans la monnaie choisie. Il a cependant la faculté d'anticiper sur les attentes du marché en passant à une autre monnaie.

Cette forme d'emprunt, qui a fait florès à la fin des années 70 et au début des années 80, a entretemps perdu beaucoup de son importance parce qu'elle se révèle trop chère par rapport à d'autres possibilités d'emprunt. Il est vrai en effet qu'il s'agit d'un crédit bilatéral dans lequel les banques agissent pour leur propre compte et qui a donc un effet direct sur le coefficient de couverture. Tel n'est pas le cas des autres crédits dans lesquels les banques n'ont qu'une fonction d'intermédiaire.

Une de ces possibilités d'emprunt « off-balance » est la « Floating Rate Note » ou F.R.N. C'est une obligation à taux flottant. Le taux d'intérêt peut être fixé par référence au Libor, Limean ou Libid à 1, 2, 3 ou 6 mois, augmenté ou diminué d'une marge ou « spread ». Les emprunts peuvent avoir une durée allant de 3 ans à l'infini (« perpetual »).

Les options « call » et « put » offrent souvent la possibilité d'un remboursement anticipé, respectivement pour l'Etat et l'investisseur.

Lorsqu'en 1986 une tendance à la baisse des taux d'intérêt s'est amorcée sur les marchés internationaux, l'intérêt des investisseurs à l'égard des F.R.N. a progressivement décliné. Dans le même temps, l'intérêt pour les placements à taux fixe a grandi.

Le produit de remplacement qui s'est imposé sur le marché a été le « Fixed Rate Bond » ou obligation à taux d'intérêt fixe et d'une durée de 5 ans au moins. La première émission de l'Etat belge a eu lieu en juin 1986. Depuis lors, plusieurs emprunts obligataires à taux fixe ont été placés, le plus souvent en dollar américain mais aussi en yen.

Quelques-uns de ces emprunts ont, soit immédiatement, soit ultérieurement, fait l'objet de « swaps » portant sur un taux flottant ou sur d'autres monnaies. Nous reviendrons plus loin sur ces « swaps ».

Une autre nouveauté a été l'emprunt à coupon zéro émis en Allemagne. Les obligations à coupon zéro sont des titres qui ne donnent pas lieu au paiement d'un intérêt annuel, celui-ci étant incorporé dans le prix d'émission. Il va sans dire que de telles obligations sont émises à un prix très bas.

Il existe encore des « Deep-discount-bonds », obligations qui sont également émises à un prix très bas mais qui donnent droit à un intérêt annuel, il est vrai modique.

Bien, que l'émission d'emprunts à coupon zéro donne matière à discussion, — en fait, les charges de l'emprunt sont intégralement détournées sur l'avenir — cette formule nous a permis de placer en même temps sur le marché allemand des capitaux un emprunt à annuités fixes dont le coût était nettement inférieur au taux du marché. Le Trésor affectionne toutefois moins cette forme d'emprunt et les possibilités sont limitées.

Op deze vervaldag kan elke tranche van het contract terugbetaald worden of verlengd worden voor een periode van 3, 6 of 12 maanden. De kredietnemer betaalt op de opgenomen bedragen een variabele rente op basis van de interbankenrente, verhoogd met een marge of « spread ». In het begin was die « spread » zeer hoog.

Door de soepelheid van een « roll-over » krediet kan de ontlenaar bedragen op nemen naar gelang van de behoeften.

Het bedrag van het krediet wordt uitgedrukt in een referentiemunt, veelal de dollar, maar kan ook een « multi-currency »-clausule bevatten. Dit betekent dat de kredietnemer het krediet tevens in andere munten kan opnemen, zoals bv. D.M., Zw.F. of yen. De opname kan, volgens de termen van het contract, hetzij geheel, hetzij ten belope van een bepaald percentage in een keuzemunt gebeuren.

Bij het opnemen van een multi-currency krediet loopt de ontlenaar, zoals voor elke deviezenlening, een wisselrisico in de keuzemunt. Hij bezit echter de mogelijkheid te anticiperen op de verwachtingen van de markt door over te stappen naar een andere munt.

Deze leningsvorm, die einde van de jaren 70 en begin 80 opgeld maakte, heeft ondertussen veel van zijn belang verloren omdat hij te duur uitvalt t.o.v. andere leningsmogelijkheden. Het is namelijk zo dat het om een bilateraal of gesyndiceerd krediet gaat, waarbij de banken voor eigen rekening optreden en dus met een directe impact op het dekkingscoëfficiënt. Dit is echter niet het geval voor de andere kredieten, waarin de banken slechts als bemiddelaar optreden.

Een van deze off-balance leningsmogelijkheden zijn de Floating Rate Notes of F.R.N.'s. Het zijn obligaties met een zwevende rentevoet. De rente kan worden vastgesteld met referentie naar de Libor, Limean of Libid op 1, 2, 3 of 6 maanden, plus of min een marge of « spread ». De obligatieleningen kunnen een looptijd hebben gaande van 3 jaar tot onbepaald, de « perpetual » genoemd.

Call-opties en put-opties bieden vaak de mogelijkheid tot vervroegde terugbetaling voor de Staat, respectievelijk de belegger.

Toen in 1986 de dalende trend van de rentevoeten op de verschillende internationale markten is ingetreden, verviel geleidelijk de belangstelling van de beleggers voor de F.R.N.'s. Daarenboven kwam er meer interesse voor beleggingen in vaste rentevoet.

Het alternatieve produkt dat voorgoed in de markt kwam, waren de Fixed Rate Bonds, obligaties met vaste rentevoet en met een looptijd van minstens 5 jaar. De eerste uitgifte van de Belgische Staat had plaats in juni 1986. Sindsdien werden een aantal obligatieleningen met vaste rentevoet geplaatst, meestal in US-dollar maar ook in yen.

In verschillende gevallen werden deze leningen hetzij onmiddellijk, hetzij achteraf, geswapt naar vlottende rentevoet of naar andere munten. Op de swaps komen wij verder nog terug.

Een andere nieuwigheid was de zero-couponlening uitgegeven in Duitsland. Zero-obligaties zijn stukken waarop geen jaarlijkse rentecoupons worden uitbetaald, daar deze op voorhand verdisconteerd zijn in de uitgifteprijs. Vanzelfsprekend worden dergelijke obligaties uitgegeven tegen een zeer lage uitgifteprijs.

Daarnaast bestaan er Deep-discount-bonds, obligaties die eveneens tegen een zeer lage emissieprijs worden uitgegeven, maar die toch jaarlijks recht geven op een weliswaar zeer lage renteuitkering.

Alhoewel de uitgifte van zero-couponleningen een open punt van discussie blijft — in feite een integrale afwenteling van leningslasten op de toekomst — heeft deze formule ons in staat gesteld gelijktijdig op de Duitse kapitaalmarkt een lening met vaste annuïteiten te plaatsen waarvan de kostprijs ruim onder de marktrente lag. De Schatkist is deze leningsvorm echter minder genegen en de mogelijkheden zijn beperkt.

A certains moments arrivent sur le marché de nouveaux produits qui en disparaissent aussi vite. Il faut alors saisir promptement l'occasion. Ainsi, le Trésor a placé un emprunt en franc suisse à taux fixe, assorti de warrants-or. Cette opération a permis d'obtenir des conditions bien inférieures à celles du marché. En même temps l'Etat ne court aucun risque relativement aux variations du cours de l'or, puisque ces warrants ont été immédiatement vendus à la banque intermédiaire.

Il y a aussi, entre autres, les emprunts conclus en mark allemand sous forme de « *Schuldscheindarlehen* » d'une durée de 4 ans moins un jour avec révision annuelle du taux d'intérêt. Cette durée de 4 ans moins un jour s'explique par le fait que sur le marché ouest-allemand des capitaux 4 ans est la limite qui sépare le court du long terme, de sorte qu'un taux d'intérêt bas et à court terme peut encore être obtenu.

Je profite de l'occasion pour parler des « *swaps* ». Ce sont des transactions financières par lesquelles deux parties conviennent d'échanger des flux de paiements pendant une période à déterminer. Les deux principaux types de « *swaps* » portent sur les devises (« *currency swaps* ») et sur les intérêts (« *interest rate swaps* »). Les deux types peuvent être employés conjointement. Le « *swap* » de devises désigne en général une transaction en vertu de laquelle deux parties sont d'accord d'échanger des montants spécifiques en deux monnaies différentes, au début et au moment du paiement, en se conformant à des règles préalablement établies qui concernent aussi bien le paiement des intérêts que l'amortissement du capital.

Dans un « *swap* » d'intérêts il n'y a pas d'échange de capital, ni au début ni à l'échéance de l'opération, mais des flux de paiement d'intérêts de caractère différent sont échangés conformément à des règles préalablement arrêtées, et ce à partir d'un capital imaginaire. Il existe aussi des « *swaps* » auxquels sont attachées certaines options, soit du côté du prêteur, soit du côté de l'emprunteur.

Depuis le dernier trimestre de 1986, en particulier, le Trésor recourt à la technique du « *swap* » pour gérer activement sa dette consolidée en devises. Les premières opérations de « *swap* » ont été réalisées dans le cadre du refinancement d'emprunts remboursés par anticipation. Depuis décembre 1986, la même technique est appliquée à des emprunts qui ne contiennent pas de clause d'option « *call* » ou dont l'option « *call* » ne peut pas encore être exercée.

Après cet aperçu de l'évolution de la dette en devises, des techniques employées et des innovations, la question peut se poser de savoir s'il faut recourir à l'emprunt en devises quand on ne peut plus faire autrement ou si l'emprunt en devises doit faire partie de la politique d'emprunt générale d'un pays afin d'emprunter au moindre coût possible.

On estime généralement que le financement de la dette en devises accroît la dépendance à l'égard de l'étranger et que le paiement des intérêts en devises entraîne un appauvrissement réel du pays. De plus, les milieux internationaux de financiers et cambistes verraient dans un abondant recours à l'emprunt étranger un signe de faiblesse de l'économie nationale. Il y a assurément, dans cette argumentation, un fond de vérité, mais le problème revêt aussi d'autres aspects :

- en empruntant en devises, une détente des taux d'intérêt peut se manifester sur le marché intérieur, car il faut dans ce cas lever moins de moyens de financement; cela est particulièrement vrai lorsque les besoins du secteur privé entrent en concurrence avec ceux du secteur public;

- l'emprunt en monnaies fortes permet en même temps de réduire les charges d'intérêt de la dette publique.

Op bepaalde momenten komen nieuwe produkten in de markt die er al even vlug uit verdwijnen. Men moet dan ook vlug van de gelegenheid gebruik maken. Zo heeft de Schatkist een lening in Zwitserse franken tegen vaste rentevoet geplaatst, gepaard gaande met goudwarrants. Door deze bewerking werden voorwaarden verkregen die zeer duidelijk onder de marktvoorwaarden lagen. Tevens loopt de Staat geen enkel gevaar betreffende de koersvariëaties van het goud, vermits deze warrants onmiddellijk aan de bemiddelende bankinstelling werden verkocht.

Andere mogelijkheden zijn o.a. leningen afgesloten in Duitse marken in de vorm van « *Schuldscheindarlehen* » met een looptijd van 4 jaar min één dag, waarbij de intrestvoet om het jaar herzien wordt. Vier jaar min één dag omdat op de Westduitse kapitaalmarkt 4 jaar de limiet is die de korte van de lange termijn scheidt, zodat aldus toch nog een lange en korte termijnrentevoet verkregen kan worden.

Ik kan deze gelegenheid niet laten voorbijgaan zonder te spreken over swaps. Swaps zijn financiële transacties waarbij twee tegenpartijen akkoord gaan om over een te bepalen periode betalingsstromen te verwisselen. De twee voornaamste types zijn de « *currency swaps* » en de « *interest rate swaps* » die ook samen gebruikt kunnen worden. Het begrip « *currency swap* » beduidt in het algemeen een transactie waarbij twee tegenpartijen akkoord gaan specifieke bedragen in twee verschillende valuta's uit te wisselen, bij het begin en op het ogenblik van de terugbetaling, overeenkomstig vooraf bepaalde regelen die zowel de betaling van intresten als de delging van het kapitaal betreffen.

Bij een « *interest rate swap* » wordt geen kapitaal verwisseld, noch bij het begin noch bij de vervaldag van de bewerking, maar worden stromen van intrestbetaling van verschillend karakter verwisseld overeenkomstig vooraf bepaalde regelen, dit op basis van een denkbeeldig kapitaal. Er bestaan ook swaps waaraan bepaalde opties verbonden zijn, hetzij langs de zijde van de leenheer of langs de zijde van de ontlenaar.

Vooralsinds het laatste trimester van 1986 doet de Thesaurie een beroep op de swap-techniek om haar geconsolideerde deviezenschuld actief te beheren. De eerste swap-verrichtingen werden uitgevoerd in het raam van de herfinanciering van leningen die vervroegd werden terugbetaald. Sinds december 1986 werden ook leningen geswapd die geen call-optieclausule bevatten of waarvan de call-optie nog niet uitgeoefend kan worden.

Na dit overzicht van de evolutie van de schuld in deviezen, van de aangewende technieken en innovaties kan men zich de vraag stellen of men een beroep moet doen op het ontlenen in deviezen wanneer het niet meer anders kan; of het ontlenen in deviezen deel moet uitmaken van de algemene ontleningspolitiek van een land ten einde zo goedkoop mogelijk te lenen?

De gangbare mening is dat schuldfinanciering in deviezen de afhankelijkheid ten opzichte van het buitenland verhoogt en dat de betaling van de intresten in deviezen een reële verarming van het land betekent. Verder zouden internationale kringen van financiers en valutahandelaars overvloedig lenen in het buitenland beschouwen als een teken van zwakte van de nationale economie. In deze argumentatie schuilt zeker een grond van waarheid, maar het probleem heeft ook andere aspecten :

- door het ontlenen in deviezen kan een ontspanning van de rentetarieven op de binnenlandse markt optreden, aangezien dan minder financieringsmiddelen moeten worden opgenomen dan anders het geval zou zijn; zulks geldt zeker wanneer de behoeften van de privé-sector in competitie komen met die van de overheid;

- het ontlenen in sterke munten kan tevens een besparing op de rentelasten van de staatsschuld mogelijk maken.

Ainsi, nous avons calculé que si nous avions financé en francs belges l'intégralité de la dette en devises depuis 1979, la dette aurait été actuellement plus élevée de 97 milliards, à savoir l'accroissement de 135 milliards des charges d'intérêt diminué des pertes de change, de l'ordre de 38 milliards, qui n'auraient dès lors pas été supportées.

L'encours actuel de la dette consolidée en devises qui a fait l'objet de « swaps » correspond à 300 milliards de francs belges.

Les opérations de « swap » ont permis d'obtenir des taux d'intérêt plus bas sur la dette consolidée en devises en troquant l'avantage comparatif dont le Trésor belge bénéficie, en raison de son excellente réputation et de sa grande notoriété, sur le vaste marché londonien des euro-capitaux, contre celui de débiteurs spécialisés plus petits qui ne sont bien connus que sur un marché local. Le Trésor a ainsi pu profiter de circonstances spéciales favorables sur ces marchés, qui sont normalement trop étroits pour lui procurer les capitaux dont il a besoin. D'une part il a été possible, par la conversion d'emprunts à taux fixe en emprunts à taux flottant, de tirer parti de la baisse des taux d'intérêt qui s'est produite depuis 1985 sur les marchés internationaux. D'autre part, le taux d'intérêt des emprunts en monnaies fortes comme le mark allemand, le franc suisse et le yen, dans lesquelles ont été convertis de nombreux emprunts émis à l'origine en dollar américain, était inférieur de 2 à 3 points à celui de ces derniers emprunts. Par des opérations de « swap » le Trésor a pu financer bon nombre d'emprunts à un coût bien moindre que le Libor sans devoir procéder à une conversion ou à une consolidation de ces emprunts. Dans l'ensemble, ces opérations de « swap » ont allégé jusqu'ici la charge des intérêts à concurrence de 3 milliards de francs belges.

Je tiens à ajouter que la gestion active de la dette fait que dans quelques mois nous n'aurons plus de dette en devises à taux flottant au-dessus du Libor, et peu de pays ayant une dette en devises pourront en dire autant.

*
* *

Un éventuel remboursement de notre dette en devises reste cependant fonction de plusieurs facteurs :

- l'évolution du solde net à financer;
- l'évolution de la balance des paiements;
- la position du franc belge.

En tout cas notre position par rapport à l'étranger s'est améliorée à un point tel qu'il n'y a plus de motif de couvrir les nouveaux besoins du Trésor par des emprunts en monnaies étrangères.

*
* *

Je ne peux terminer cet exposé sans évoquer brièvement quelques aspects de la dette publique dont l'incidence sur l'évolution économique n'est pas à négliger.

1. L'énorme influence des financements de l'Etat sur le marché monétaire et financier. En se fondant sur les objectifs du budget 1989, à savoir un solde net à financer de 403 milliards, l'Etat devra faire face à un financement brut de 900 milliards. En plus du financement net, il faut en effet tenir compte de plusieurs autres éléments qui sont à l'origine de mouvements dans le marché monétaire et financier (en milliards de francs) :

Zo hebben wij kunnen berekenen dat indien wij sedert 1979 in deviezen opgenomen schuld volledig in Belgische frank gefinancierd zouden hebben, de schuld thans 97 miljard hoger gelegen zou hebben, namelijk 135 miljard door hogere intrestlasten te verminderen met 38 miljard wisselverliezen die alsdan niet gedragen zouden zijn.

Thans bedraagt het totale uitstaande bedrag van de geconsolideerde deviezenschuld dat werd geswapt, omgerekend in ongeveer 300 miljard Belgische frank.

Swap-verrichtingen maakten het mogelijk lagere rentevoeten op de geconsolideerde deviezenschuld te verkrijgen door het comparatieve voordeel dat de Belgische thesaurie wegens haar uitstekende reputatie en grote bekendheid op de omvangrijke Euro-kapitaalmarkt te Londen geniet, te ruilen voor dat van gespecialiseerde kleinere debiteurs die enkel op een lokale markt goed bekend zijn. Aldus kon de Schatkist profiteren van speciale gunstige omstandigheden op die markten die normaal te eng zijn om de Schatkist de benodigde kapitalen te verschaffen. Enerzijds kon door de omzetting van leningen tegen een vaste naar die tegen een vlottende rente, geprofiteerd worden van de rentevoetdaling die zich sedert 1985 op de internationale markten voordeed. Anderzijds lag de rentevoet op de leningen in sterke valuta zoals de DM, de ZF en de Yen, waarin vele oorspronkelijk in US dollar uitgegeven leningen werden omgezet, 2 à 3 procentpunt lager dan op de oorspronkelijke leningen in US dollar. Via swap-verrichtingen kon de thesaurie vele leningen een flink stuk beneden de LIBOR financieren zonder tot een conversie of consolidatie van die leningen te moeten overgaan. Globaal gezien werd tot op heden voor 3 miljard Belgische frank aan rentelasten bespaard door swap-verrichtingen.

Ik wil hier wel aan toevoegen dat het actief schuldbeheer ervoor zorgt dat wij over enkele maanden geen deviezenschuld tegen vlottende rentevoet meer zullen hebben die uitstaat boven Libor en dat zullen slechts weinig landen met een deviezenschuld kunnen zeggen.

*
* *

Een eventuele terugbetaling van onze staatsschuld in deviezen blijft echter afhankelijk van verschillende factoren :

- de evolutie van het netto te financieren saldo;
- het verder verloop van de betalingsbalans;
- de positie van de Belgische frank.

In elke geval is onze positie t.o.v. het buitenland thans zo veel verbeterd dat er geen motief meer aanwezig is om de nieuwe behoeften van de Schatkist door deviezenleningen te dekken.

*
* *

Ik zou deze uiteenzetting niet kunnen afronden zonder in het kort nog te spreken over een paar aspecten van de openbare schuld waarvan de impact op het economische gebeuren niet te onderschatten is.

1. De enorme invloed van de staatsfinancieringen op de geld- en kapitaalmarkt. Voortgaande op de doelstellingen van de begroting 1989, namelijk een netto te financieren saldo van 403 miljard, zal de Staat voor een bruto financiering komen te staan van 900 miljard. Naast de nettofinanciering dient immers rekening te worden gehouden met een aantal andere elementen die een beweging in de geld- en kapitaalmarkt medebrengen (in miljarden franken) :

Financement net ajusté (budget)	415
Bons du Trésor (paiement d'intérêts hors budget)	49
Amortissements contractuels	185
Echéances finales	252
	± 900

2. La charge budgétaire gigantesque des intérêts, qui ne peuvent pas être considérés comme une simple redistribution des revenus de l'Etat.

Les charges d'intérêt de la dette directe et indirecte de l'Etat se sont élevées à :

20,8 milliards en 1970

155,3 milliards en 1980

484,0 milliards en 1989

(dont 57 milliards pour les emprunts en devises)

et à 533 milliards si on y ajoute les bons du Trésor du réaménagement de la dette, ce qui représente 26,5 p.c. des dépenses publiques totales.

3. La grande concentration de la dette publique dans les portefeuilles du secteur professionnel (plus de 3/4), ce qui souligne l'interdépendance du secteur financier et de l'Etat ainsi que la mince liberté de manœuvre qui en résulte.

Le taux d'intérêt implicite de la dette active totale atteint en ce moment 7,6 et 8,5 p.c. en tenant compte du paiement d'intérêts hors budget au moyen de bons du Trésor du réaménagement de la dette, alors que le taux d'intérêt implicite était encore de 10,2 p.c. en 1985. En fait, les charges d'intérêt sont restées à peu près stables pendant les exercices budgétaires 1986-1987 et 1988 malgré l'accroissement de la dette, grâce d'une part à la baisse des taux d'intérêt tant en Belgique qu'à l'étranger et d'autre part à la gestion active de la dette. Mais ce phénomène ne se répètera pas pour les charges d'intérêt de 1989.

Je voudrais encore préciser, pour ceux qui se feraient des illusions sur les possibilités de comprimer de façon spectaculaire la charge des intérêts, que l'emprunt n'est possible que si le prix du marché est payé. La gestion active n'a une incidence que sur le coût marginal ou, en termes plus clairs : on ne peut épargner que sur les « centimes ».

La gestion active de la dette, au moyen de « swaps », de refinancements et en faisant usage de toutes les possibilités qu'offre le marché, nous a permis de réduire les charges d'intérêt de 5 à 6 milliards sur base annuelle. C'est un montant énorme, mais il ne représente qu'une goutte d'eau dans la mer en comparaison des 533 milliards d'intérêts que l'Etat paie chaque année.

La gestion de la dette restera une tâche permanente. Et l'importance de cette tâche ressort une fois de plus des nombreuses réunions qui ont eu lieu ces derniers temps au sein de la Commission Maystadt et des diverses sous-commissions, au cours desquelles sont disséquées toutes les facettes des marchés financiers. Dans une note rédigée à cette occasion, le Ministre des Finances énumère quelques objectifs qui sanctionnent en fait l'actuelle gestion de la dette.

Ces objectifs sont plus particulièrement :

1. Améliorer la coopération Etat-consortium

— par un réaménagement de la structure des quotas

— par un ajustement de la structure des commissions

— en faisant intervenir le consortium comme conseiller du Ministre des finances.

Netto financiering aangepast (begroting)	415
Schatkistbons (financiering intresten buiten begroting)	49
Contractuele aflossingen	185
Eindvervaldagen	252
	± 900

2. De reusachtige begrotingslast van de intresten — die nu precies niet aanzien kunnen worden als een zuivere herverdeling van de staatsinkomsten.

De rentelasten van de directe en de indirecte Rijksschuld bedroegen :

in 1970 20,8 miljard

in 1980 155,3 miljard

in 1989 484,0 miljard.

(waarvan 57 miljard voor de deviezenleningen)

en indien de schatkistbons van de schuldherschikking er worden aan toegevoegd 533 miljard, dat is samen 26,5 pct. van de totale rijksuitgaven.

3. De grote concentratie van de Rijksschuld in de portefeuilles van de professionele sector (meer dan drie vierde), wat wijst op de wederzijdse afhankelijkheid van de financiële sector en van de Staat en de geringe bewegingsvrijheid die erdoor ontstaat.

De impliciete rentevoet voor de totale uitstaande schuld bedraagt thans 7,6 pct. en indien rekening wordt gehouden met de intrestbetaling buiten begroting door middel van de schatkistbons van de schuldherschikking 8,5 pct., terwijl de impliciete rentevoet in 1985 nog 10,2 pct. bedroeg. In feite zijn de rentelasten over de begrotingsjaren 1986-1987 en 1988 niettegenstaande de aangroeiende schuld ongeveer stabiel gebleven, dank zij de daling van de intrestvoeten zowel in het binnen- als het buitenland en ook dank zij het actief schuldbeheer. Dit verschijnsel zal zich echter niet herhalen voor de rentelasten van 1989.

Ik zou hier nog willen vermelden, voor degenen die zich illusies zouden maken omtrent de mogelijkheden om de rentelast spectaculair te laten drukken, dat lenen alleen mogelijk is indien de marktprijs wordt betaald. Het actief beheer heeft slechts een impact op de marginale kostprijs of klaarder gezegd : men kan slechts besparen op de « centiemen ».

Het actief schuldbeheer, met swaps, herfinancieringen en gebruik makend van al de mogelijkheden die de markt biedt, heeft ons in staat gesteld op jaarbasis een bedrag van 5 à 6 miljard uit te sparen op de intrestlasten. Dit is een enorm bedrag, maar is slechts een druppel op een hete plaat vergeleken met de 533 miljard intresten die de Staat jaarlijks betaalt.

Het schuldbeleid zal een bestendige opdracht blijven. En hoe belangrijk deze opdracht is, moge eens te meer blijken uit de vele vergaderingen die de jongste tijd in de Commissie-Maystadt en de verschillende subcommissies hebben plaatsgehad en waarin de verschillende facetten van de financiële markten worden doorlicht. In een beleidsnota die als gevolg van deze doorlichting werd opgesteld, haalt de Minister van Financiën enkele doelstellingen aan die in feite de bekrachtiging zijn van het huidig-schuldmanagement.

De voornaamste doelstellingen zijn :

1. Verbeteren van de samenwerking Staat-consortium

— door herschikking van de quota

— door aanpassing van de structuur van de commissielonen

— door het consortium te laten optreden als adviseur van de Minister van Financiën.

2. Compléter les émissions placées à l'intervention du consortium par les émissions par adjudication d'emprunts obligataires linéaires, comme indiqué plus haut.

3. Diversifier la gamme des échéances et des instruments offerts suivant la préférence des investisseurs institutionnels notamment, par :

- extension des marchés primaire et secondaire des certificats de trésorerie
- étude plus fouillée du problème des emprunts à moyen terme (moins de 5 ans)
- développement des emprunts à long terme (8 à 15 ans)
- essai d'un certain nombre d'instruments dotés de caractéristiques particulières
- emprunts en francs belges à taux d'intérêt variable
- emprunts indexés
- emprunts à coupon zéro ou « deep-discount ».

4. Insuffler une vie nouvelle au marché secondaire des fonds publics par :

- cotation continue
- mise en place d'un « marché de blocs »
- extension du rôle régulateur du Fonds des Rentes
- plafonnement ou suppression de la taxe sur opérations de bourse
- dématérialisation fiscale du précompte
- instauration d'un système de prêt-titres
- création d'un marché d'options et de « futures ».

Avant de conclure, je voudrais encore souligner que pour la première fois dans l'histoire de la dette publique, nous avons édité au printemps de 1988 un rapport annuel commenté et que le deuxième rapport annuel paraîtra bientôt.

J'espère que cet exposé aura été utile à votre Commission, ne serait-ce que pour montrer que la solution du problème de la dette n'est pas proche. J'ose espérer qu'il ne dérapera pas maintenant que, dans la nouvelle Belgique, d'autres emprunteurs de qualité viendront sur le marché.

2. De langs het consortium geplaatste uitgiften aanvullen met de uitgiften via aanbesteding van lineaire obligatieleningen, zoals hiervoor reeds vermeld.

3. Het gamma van vervaltermijnen en aangeboden instrumenten diversifiëren volgens de voorkeur, inzonderheid van de institutionele beleggers door o.a. :

- uitbreiding van de primaire en secundaire markt der schatkistcertificaten
- nader bestuderen van de problematiek van de middellange termijnleningen (minder dan 5 jaar)
- ontwikkeling van de lange termijnen (8 tot 15 jaar)
- uittesten van een aantal instrumenten met bijzondere kenmerken
- leningen in Belgische franken met wisselende rentevoeten
- geïndexeerde leningen
- leningen met nul-coupon of deep-discount.

4. De secundaire markt der overheidsfondsen nieuw leven in te blazen door :

- doorlopende notering
- opzetten van een « blokkenmarkt »
- uitbreiding van de regelende rol van het Rentenfonds
- plafonnering of afschaffing van de belasting op de beurs-transacties
- fiscale dematerialisatie van de voorheffing
- oprichting van een stelsel van effectenlening
- oprichting van een optie- en futuresmarkt.

Alvorens te sluiten wil ik er nog op wijzen dat wij voor het eerst in de geschiedenis van de Rijksschuld in het voorjaar van 1988 een gecommuniceerd jaarverslag hebben uitgegeven en dat binnenkort het tweede jaarverslag klaar zal zijn.

Ik hoop dat ik uw Commissie met deze uiteenzetting van nut geweest zal zijn, al ware het maar om duidelijk te maken dat de oplossing van het schuldprobleem niet nabij is en ik durf alleen hopen dat het niet verder uit de hand zal lopen nu in het nieuwe België andere volwaardige ontleners op de markt zullen komen.