

## **Van devaluatie tot euro. Het economische en meer bepaald het monetaire beleid van België 1980-2000**

---

**Alfons VERPLAETSE**

Eregouverneur van de Nationale Bank van België

Na de laatste wereldoorlog kende de Belgische economie, mede dank zij de stabiliserende weerslag van de geldhervorming van oktober 1944, een merkwaardig herstel. Het monetaire beleid, als integrerend deel van het algemeen economisch beleid, heeft hier in ruime mate toe bijgedragen.

Aan de vooravond van de oliecrisis tijdens de 70-jaren leverde België dan ook sprekende macro-economische prestaties. In de jaren 1971-1973 werd een economische groei opgetekend van gemiddeld 5,4% per jaar, bedroeg de werkloosheid gemiddeld 2,2% van de beroepsbevolking en kende de betalingsbalans van de lopende verrichtingen van de BLEU een gemiddeld overschot van 3% BBP. De gemiddelde stijging van de consumptieprijzen bedroeg 4%, hetgeen in die periode in vergelijking met het buitenland zeker matig was. Relatief iets minder schitterend werd gepresteerd inzake overheidsfinanciën. In dit charmante maar zeer complexe land waar meestal uiteindelijk een consensus ook in de zeer netelige problemen gevonden wordt, ook al gaat die dikwijls gedeeltelijk ook ten laste van de belastingsbetaler, bedroeg de nettofinancieringsbehoefte van de overheid 4%. Maar de geconsolideerde brutoschuld van deze overheid bleef stabiel en schommelde ergens tussen 55 en 60% BBP.

In een land met beperkte geografische afmetingen en gekenmerkt door een zeer hoge graad van openheid had het monetaire beleid zoals elk segment van het economisch beleid de vier klassieke doelstellingen tot eindobjectief: voldoende groei, prijsstabiliteit, een lage werkloosheid en extern evenwicht. Het geldbeleid was orthodox doch niet afgestemd op de traditionele intermediaire doelstellingen in de vorm van welbepaalde monetaire aggregaten. Deze aggregaten vertoonden immers een onvoldoende stabiele verhouding met meer fundamentele economische grootheden. Ter zake werden de kenmerken van een kleine open economie nog versterkt door de weerslag op de monetaire aggregaten in België van de monetaire associatie met Luxemburg. Deze associatie bevorderde een grote volatiliteit van de fondsenbewegingen tussen België en de partner, hetgeen, ceteris paribus, de stabiliteit van de Belgische monetaire aggregaten verminderde. Dit belet niet dat het de wisselkoersstabiliteit van de BEF en LUF bevorderde en dat de monetaire associatie voor beide partners uiteindelijk meer voor- dan nadelen bood.

De volatiliteit van de monetaire aggregaten nam meestal af naarmate het toepassingsveld van het monetaire aggregaat werd uitgebreid. Uiteindelijk belandde men aldus bij het totaal financieel sparen en o.m. het geheel van financiële activa (monetaire, andere kortlopende en langlopende activa) in het bezit van gezinnen en bedrijven. Dit laatste is echter een weerspiegeling van de reële rekeningen en houdt als dusdanig nog weinig verband met geldcreatie. Dit verklaarde de grote aandacht van de Nationale Bank van België (NBB) voor de financiële

en reële rekeningen die ook tot uiting is gekomen bij de verdeling van taken in het Instituut van de Nationale Rekeningen.

Indien tal van andere minder grote landen, door de feiten genoopt werden uiteindelijk te verzaken aan formele normen inzake geldhoeveelheid of liquiditeitsquote, die ze aanvankelijk hadden aanvaard, dan heeft in België een strikt monetaire intermediaire doelstelling formeel steeds ontbroken. Dit heeft ons land niet belet een monetair beleid te voeren dat orthodox uitviel. Omwille van de grote relatieve belangrijkheid van de invoer was de interne muntstabiliteit gediend door een wisselbeleid dat gericht was op een niet-opdrijven van de ingevoerde impulsen tot prijsstijging, m.a.w. op een stevige koers van de nationale munt t.o.v. de vreemde valuta. Deze situatie bracht België ertoe zich te oriënteren naar vaste wisselkoersen binnen een zo groot mogelijk geheel. De monetaire overheid was zich sterk bewust van de risico's van vlottende wisselkoersen en bijgevolg een principieel pleitbezorger van wisselkoersafspraken. België was een groot voorstander van de invoering in 1944 van het Bretton Woodstelsel, herstelde reeds in 1958 de externe inwisselbaarheid van de BEF, sloot in 1971 het monetair akkoord tussen de Beneluxlanden, nam van bij de start in 1972 deel aan de zogeheten muntslang en was een fervent voorstander van het wisselkoersmechanisme van het Europees Monetair Stelsel dat in 1979 de Europese muntslang verving. Volwaardig lid worden van de Economische en Monetaire Unie, waartoe door de Europese staatshoofden en regeringsleiders in december 1991 te Maastricht werd beslist, zou de finale bekroning zijn.

Het monetaire beleid is echter slechts een onderdeel van de algemene economische politiek. Als het budgettair en/of het inkomensbeleid onorthodox uitvalen, dan kan het monetaire beleid alleen het tij niet keren tenzij mits een sociale kostprijs die veelal overdreven hoog uitvalt.

### **Macro-economische catastrofe**

Dit was helaas het geval in België na de olieschokken van de jaren 70. Terwijl de aandacht van de politieke bewindvoerders in grote mate ging naar het vinden van een oplossing in de delicate institutionele problemen van de multiculturele samenleving, liep de macro-economische ontwikkeling volledig uit de hand. Zo stegen in 1974 als gevolg van de eerste zogenaamde olieschok de prijzen van de ingevoerde producten met meer dan 30%, de consumptieprijzen met praktisch 13% en de brutolonen van arbeiders en bedienden met ruim 20%. Het mechanisme was eenvoudig doch werd helaas niet tijdig grondig doorzien: de stijging van de invoerprijzen dreef de consumptieprijzen omhoog, hetgeen via het algemeen aanvaarde indexeringsmechanisme van de bezoldigingen, op de loonontwikkeling woog. Dat had op zijn beurt gevolgen voor de prijsontwikkeling en bestendigde ook de weerslag van impulsen die voorbijgaand van aard kunnen zijn. De macro-economische gevolgen waren catastrofaal.

Tussen 1971-1973 en 1981, dus in een tijdsspanne van gemiddeld 9 jaar, steeg het gemiddelde brutoloon per gewerkt uur met 180%, terwijl de stijging van de consumptieprijzen ongeveer 100% bedroeg. De nominale lonen per uur stegen gemiddeld met 12% per jaar en de reële lonen gemiddeld met 3,7% per jaar. De aanpassing van de lonen aan de prijsstijgingen slorpte ruim 2/3 op van de totale nominale loonsverhoging en het aandeel van de bezoldigingen in het nationaal inkomen nam toe van ruim 52 tot ruim 59%. Aan de competitiviteit van de bedrij-

ven werd jaar na jaar geknaagd, hun rentabiliteit was aan inlevering toe en hun financiële structuur werd meer en meer aangetast. Op de arbeidsmarkt hadden de ondernemingen maar één mogelijke houding: het personeelsbestand aanpassen aan de zich snel wijzigende omstandigheden.

Van 1970 tot 1981 verminderde het aantal tewerkgestelden bij de gezinnen en privé-bedrijven met ruim 180.000 eenheden. Op de arbeidsmarkt werd deze beweging aangevuld met de gevolgen van het accres van de beroepsbevolking (325.000 eenheden vooral ingevolge de toename van de bevolking op arbeidsleeftijd en van de participatiegraad van de vrouwen). De helft van deze ruim 500.000 personen die zich op de arbeidsmarkt aandienden, werd opgeslorpt door de overheid (110.000 in de traditionele circuits en ruim 50.000 in de zogenaamde tewerkstellingsprogramma's) en de overheidsbedrijven (+ 100.000 eenheden). De andere helft kwam in de werkloosheid terecht die opliep van ruim 2% in 1971-1973 tot bijna 8% in 1981.

Deze situatie drukte zwaar op de overheidsfinanciën waarvan het tekort steeg van 4% tot ruim 13% in 1981. Parellel maakte een overschot op de lopende betalingen van de BLEU (Belgisch-Luxemburgse Economische Unie) met het buitenland ten belope van 3% plaats voor een substantieel tekort (- 4,5%).

In die omstandigheden vervulden de monetaire autoriteiten gewetensvol hun plicht; de wisselkoers van de BEF, nog het enige element van tucht in de Belgische economie, werd gehandhaafd. Maar de prijs lag hoog want het hele instrumentarium diende te worden bespeeld. Het gevolg was dat in 1981 de marktrente op 3 maand hoger lag dan 15% en aldus met 5 basispunten het Duitse en Nederlandse peil overschreed, en dat de dollarkoers op de vrije markt - niet beïnvloed door tussenkomsten van de centrale bank - ruim 12% hoger uitviel dan de officiële wisselkoers. In 1981 noteerde de BLEU voor de verrichtingen van de "privé-sector" met het buitenland een tekort van 10% van het BBP waarvan ruim 4/10 voor de lopende verrichtingen. Om hieraan het hoofd te bieden verminderde de NBB haar nettotoegod en deviezenreserves met bijna 1/3 (nagenoeg 100 miljard BEF) nadat de overheid en de overheidsbedrijven samen 250 miljard BEF ontleenden in het buitenland en op de wisselmarkt afstonden.

Einde 1981 was het evident; de sociaal economische "zieke man" van Europa was dringend aan herstel toe. Er was niet langer tijd om te "kurieren am Symptom". Het wegnemen van de oorzaak van de ongunstige sociaal economische ontwikkelingen, nl. de verloren gegane competitiviteit van de bedrijven drong zich op. Het was inderdaad het wegtanen van de competitiviteit en de manier waarop er op ingespeeld werd die oorzaak waren van de dramatische ontwikkeling van de lopende betalingsbalans, maar ook van de explosie van de werkloosheid en de catastrofale verslechtering van de overheidsfinanciën (met relatief minder fiscale en parafiscale ontvangsten en meer uitgaven, zowel primaire als uit hoofde van interestlasten).

### Het herstelbeleid

Twee grote wegen lagen open: een vermindering, liefst zo snel mogelijk, van de reële lonen met nagenoeg 10% of een devaluatie van dezelfde orde grootte met passende begeleidingsmaatregelen. De eerste optie zou logischerwijze de voorkeur van de monetaire autoriteiten wegdragen want het zou het jarenlang ge-

voerde wisselbeleid onaangeroerd laten. Er was echter één bezwaar: hiervoor bestond er geen politieke meerderheid. Dit was voldoende aangetoond door het mislukken van de beperkte pogingen die in het verleden waren ondernomen. Inderdaad, een dergelijke ingreep kan niet brutaal in één keer worden verwezenlijkt, doch dient stapsgewijze over een langere periode te worden gespreid, hetgeen in de praktijk onrealiseerbaar was gebleken. Een brutale devaluatie was weliswaar in strijd met de traditionele uitspraken van de monetaire overheden, maar behelsde een schokelement, die de politieke wereld en de publieke opinie er toe kon brengen de nodige remedies te aanvaarden; bovendien zou het een deel van de onvermijdbare onmiddellijke deflatoire last op de burens verhalen; de afzet van vreemde producten op de binnenlandse markt zou worden afgeremd en de afzet van de nationale producten zowel op de interne als op de buitenlandse markten worden bevorderd. Deze tweede variante behelsde nochtans één groot risico; bij ontstentenis van de passende begeleidingsmaatregelen zou, zoals in het buitenland zo dikwijls was voorgevallen, de eerste devaluatie en haar gehele of gedeeltelijke mislukking de aanzet zijn voor de volgende depreciatie. Een spiraal depreciatie-inflatie-depreciatie enz. was niet denkbeeldig.

Om te slagen diende dergelijke operatie, die eenmaal beslist praktisch niet meer ongedaan kan worden gemaakt, met de grootste zorg en discretie worden voorbereid. Pas na het sluiten van de wisselmarkt op vrijdag 19 februari 1981 werden de nodige consultaties gehouden en adviezen ingewonnen. Gezien de uiterst beperkte tijd die hiervoor beschikbaar was, gaf dit aanleiding tot frustratiegevoelens. Of dergelijke pijnlijke en soms persoonlijke situaties vermeden hadden kunnen worden, is ook achteraf moeilijk uit te maken<sup>1</sup>. Het Internationaal Muntfonds dat discreet was geraadpleegd, was voorstander van de depreciatie en suggereerde percentages variërend van 12 tot 18%; in deze laatste hypothese zou de werkloosheidsgraad binnen de 3 jaar tot 3% zijn teruggebracht, hetgeen als werkelijkheidsvreedemd overkwam. Na grondige analyse van de beschikbare gegevens sprak de regering zich uit voor een depreciatie met 10%. Als onderhandelingspositie werd aan de Europese instanties 12% voorgesteld; na langdurige besprekingen stonden de Europese partners, tijdens het weekend van 20-21 februari, uiteindelijk 8,5% toe. De teerling was geworpen. De regering vroeg aan de sociale partners, mee te werken om van de depreciatie - waar men voor of tegen kon zijn doch die nu een feit was waarop niet kon worden teruggekomen - een succes te maken, zoniet zou ze mislukken. De antwoorden waren bevredigend. Trouwens de volmachtenwet van 2 februari 1982 gaf de regering ruime armslag.

In de eerste plaats kwam het er op aan te beletten dat interne factoren de onvermijdelijke prijsstijging die voortspruit uit een depreciatie zouden aanvullen; de prijsstijging diende beperkt te blijven tot de mechanische weerslag van de devaluatie. De indexkoppeling werd tot eind mei 1982 volledig afgeschaft voor alle

1 Om geen gezichtsverlies te lijden was de Regering van het Groothertogdom Luxemburg er op uit toegevingen van Belgische zijde te verkrijgen. Op de Belgisch-Luxemburgse topbijeenkomst van 18 december 1982 zagen de Luxemburgse autoriteiten af van hun oorspronkelijke eisen maar het emissieplafond van Luxemburgse bankbiljetten werd verhoogd van 1,4 naar 2,8 miljard LUF. Trouwens 17 jaar later zou de Luxemburgse Minister van Economische Zaken formeel stellen dat de devaluatie van 1982 in grote mate de herstructurering van de Luxemburgse staalindustrie had vergemakkelijkt.

Van hun kant werden de relaties tussen de NBB en de Regering geleidelijk aan beter en beter.

bezoldigingen boven het gewaarborgde maandelijks minimum; vanaf begin juni werd ze nog alleen toegepast op het deel van de inkomens dat met genoemde minimum overeenstemt; voor het eerst sedert jaren daalde in 1982 de reële bezoldiging per werknemer. Parallel verbeterde de rentabiliteit van de bedrijven. In afwachting dat de verbeterde rentabiliteit in voldoende mate de financiële structuur van de bedrijven had verbeterd, werd de openbare uitgifte van aandelen bevorderd door de fiscale voordelen die het Koninklijk Besluit van 9 maart 1982 daaraan verbond.

De devaluatie van februari 1982 deed niet onmiddellijk de rust op de valutamarkt terugkeren. Inderdaad, aangewakkerd door onrustige kapitaalbewegingen bleven de spanningen in het Europees Muntsysteem voortduren. In juni 1982 en maart en mei 1983 grepen nieuwe herschikkingen van de spilkoersen plaats maar de kwetsbaarheid van de BEF verminderde duidelijk. Na de herschikking van 18 mei 1983 bedroeg de totale depreciatie van BEF tegenover de Ecu, sedert 1979 ingevoerd, in vergelijking met 22 februari 1982 slechts 0,5%. Trouwens ter gelegenheid van de muntevenementen van 22 juli 1985 en april en augustus 1986 zou de BEF ten opzichte van de Ecu in totaal met 4% appreciëren. Tegenover de sterkste Europese munt nl. de DEM behelsde dit echter nog een depreciatie met bijna 2%. Ook bij de muntherschikking dd. 12 januari 1987 zou dit scenario zich nog eenmaal herhalen; appreciatie tegenover de Ecu (+ 1,2%) maar lichte depreciatie tegenover de DEM. Sedertdien is de wisselkoerspariteit van de BEF tegenover de sterkste Europese munt ongewijzigd gebleven.

Deze resultaten dienen in verband te worden gebracht met het stipt vasthouden aan de begeleidingsmaatregelen van de muntontwaarding van februari 1982; de inkomensmatiging werd voortgezet terwijl ook het overheidstekort sterk werd verminderd.

Midden 1983 werd het stelsel van forfaitaire indexering van de bezoldigingen opgeheven en het indexeringstelsel volledig hersteld. Om te beletten dat incidentele prijsstijgingen op blijvende wijze de loonvorming zouden beïnvloeden werd bij de aanpassing van de lonen niet langer verwezen naar het prijspeil van een maand, maar naar het gemiddelde van vier maanden, hetgeen bij de invoering ook een eenmalige vertraging van de nominale loonstijging tot gevolg had.

Meer substantieel werd beslist dat met ingang van 1 april 1984 de eerste indexering van 2% die normaal moest plaats hebben in elk van de jaren 1984, 1985 en 1986, niet zou worden toegepast. Deze inkomensmatiging betrof de wedden en lonen van de werknemers uit de privé sector en de openbare sector en het grootste deel van de sociale uitkeringen; voor de inkomens van de zelfstandigen en voor diverse andere inkomenscategorieën werden gelijkwaardige maatregelen genomen.

Als gevolg van al deze maatregelen namen b.v. de reële inkomens uit bezoldigde arbeid per bezoldigde af in 1982, 1983, 1984 en 1985 en bleven ze beperkt tijdens de volgende jaren.

Terzelfder tijd maakte de regering werk van de sanering van de overheidsfinanciën en met het oog hierop werd in maart 1984 een meerjarenplan opgesteld. In mei 1986 werd het geactualiseerd en aangevuld in het zogenaamde Sint-Annaplan, naar de naam van de priorij in het domein van Hertoginnedal waar het werd opgesteld.

Ook de werkgelegenheid kreeg de volle aandacht van de overheid en onder meer in het kader van het programma 5-3-3. De sociale partners werden uitgenodigd om per sector en per bedrijf paritaire akkoorden af te sluiten waarbij 5% arbeidstijdverkorting en 3% aanvullende aanwervingen kwamen te staan tegenover 3% nominale loonlevering. Over de concrete resultaten van de afgesloten akkoorden werd veel geredetwist; vermoedelijk sloten de resultaten dichterbij 3-2-2; vast staat in elk geval dat zij een belangrijk impuls gaven aan de herverdeling van het arbeidsvolume over een groter aantal personen via het kanaal van de deeltijdse arbeid.

In 1987 waren de resultaten van het herstelbeleid dat begin 1982 van start ging substantieel te noemen:

- algemeen werd aanvaard dat de competitiviteit van de bedrijven was hersteld
- de nettofinancieringsbehoefte van de gezamenlijke overheid uitgedrukt in termen van BBP was bijna gehalveerd en teruggebracht van ruim 13% in 1981 tot ca. 7% in 1987
- in 1985 was het belangrijke tekort op de lopende betalingsbalans van de BLEU volledig weggewerkt; een boni werd geteld dat geleidelijk aan substantieel zou worden.

Twee ontwikkelingen werden door de overheden vol zorg benaderd en zouden dit trouwens nog lange tijd doen: de werkloosheidsgraad daalde, na een piek van 13,2% van de beroepsbevolking te hebben bereikt in 1984, maar lag nog zeer hoog en de verhouding van de overheidsschuld tot het BBP bleef stijgen. Beide fenomenen vertoonden in grote mate een structureel karakter.

## Het rentewapen

De monetaire overheden van hun kant situeerden hun beleid in het algemene herstell kader. Het verschil tussen de rentetarieven en deze gehanteerd in Duitsland en Nederland kon, vooral na 1984, geleidelijk worden verminderd van ruim 5% einde 1981 tot 3% einde 1987. Bij spanningen op de wisselmarkt was dit verschil weliswaar aan verruiming toe want de monetaire overheden beïnvloedden het rentepeil o.m. om aan wisselcrisissen het hoofd te bieden. Weliswaar bleef de dubbele wisselmarkt bestaan, hetgeen tot in 1985 tijdelijk een zeker soelaas bood op de valutamarkten. Dit stelsel werd opgericht in 1951, gedeeltelijk ook om tegemoet te komen aan de wensen van de Luxemburgse partners in de monetaire associatie; de kapitaalverrichtingen zouden op elk ogenblik verrekend worden op een vrije markt die louter functioneerde volgens het spel van vraag en aanbod, zonder de minste interventie van de NBB. Alle andere verrichtingen worden afgehandeld op de zogenaamde gereglementeerde wisselmarkt, waarop de NBB wel zou tussenkomen o.m. om de koersschommelingen dikwijls binnen internationaal aanvaarde grenzen te houden. Onze Luxemburgse burens oordeelden dat deze gewaarborgde volledig vrije markt een maximale ontwikkeling van de financiële plaats zou verzekeren.

Dit stelsel van dubbele wisselmarkt kwam ook het Belgische monetaire beleid niet ongelegen: ongewenste kapitaalbewegingen werden verrekend tussen operatoren louter door het tot stand komen van verschillen tussen de vrije en de zogenaamde gereglementeerde koers bij onevenwicht tussen vraag en aanbod. Deze immunisatie van het monetaire beleid tegen kapitaalbewegingen zou echter ge-

leidelijk aan doelmatigheid inboeten naarmate toenemende liberalisatie van financiële verrichtingen aan het beschoot tussen gereglementeerde en vrije wisselmarkten knaagde. In 1983 en 1984 bedroeg b.v. het verschil tussen de notering van de dollar op de vrije en gereglementeerde markt gemiddeld slechts 1,6% te vergelijken met de 7,3% nog geteld in 1982. Vanaf 1985 zou dit verschil gemiddeld 0,7% niet meer bereiken.

Zoals gesteld, hanteerde de monetaire politiek in meer enge zin vooral het rentewapen. Lange tijd speelde hierbij de manipulatie van de discontovoet een belangrijke rol. Naarmate het relatief belang van het handelspapier in de kredietverlening aan bedrijven en bij de NBB aan belang inboette zou hierin verandering komen. De sociale kost van de creatie, overdracht en inning van handelspapier viel immers te duur uit en woog zwaarder dan de voordelen. Zo vertegenwoordigde het herdisconto van handelspapier tijdens de jaren 1980-1982 nog gemiddeld  $\frac{1}{4}$  van het totale intern beroep op de NBB; maar in 1986-1987 was zulks teruggelopen tot amper 1%. De discontovoet behield zijn waarde als symbool en veranderde weinig. De rol van de tarieven voor mobilisering van handelspapier was echter overgenomen door de tarieven van schatkistpapier die sedert de hervorming van de geldmarkt in 1957 door de NBB in overleg met de Schatkist werd vastgesteld. Dit prerogatief van de NBB behelsde nochtans als tegenprestatie het toestaan van een zeer belangrijke kredietlijn aan het Rentenfonds<sup>2</sup>. Men ging destijds uit van een bepaalde hiërarchie van verantwoordelijkheden: de regering en het parlement bepalen het budget waarvan de financiering in elk geval diende verzekerd te worden en enkel de modaliteiten van financiering door de NBB kon beïnvloed worden. Hadden b.v. bij een wisselcrisis de banken af te rekenen met een aantasting van hun liquiditeitspositie, dan waren zij bij machte schatkistcertificaten te verzilveren, die door de Schatkist via het Rentenfonds uiteindelijk bij de NBB werden ondergebracht. Gevolg hiervan was dat de NBB nooit ruime mogelijkheden tot betekenisvolle kwantitatieve beïnvloeding had.

De monetaire overheden hadden ook een andere zorg: in de loop van de jaren was het belang van het chartaal geld ten opzichte van het giraal geld enerzijds en van het geld in het algemeen tegenover het geheel van liquide rentedragende spaarmiddelen derwijze afgenomen dat de banken niet langer "in" de NBB waren en dus minder gevoelig waren geworden aan de voorwaarden waaraan de NBB haar bijstand aan de geldmarkt onderwierp.

Tenslotte werd in 1987 de 30e verjaardag van de ondertekening van het Verdrag van Rome gevierd. Ter gelegenheid hiervan werd besloten gouden Ecu's uit te geven, operatie die een onverwacht groot succes kende. Met het oog hierop had de NBB 20 ton goud verkocht aan de Munt en werd de 9,5 miljard BEF gerealiseerde meerwaarde aan de Schatkist gestort ter vermindering van het overheidstekort; uiteindelijk ging het hier dus om een andere modaliteit van monetaire financiering.

In 1988 zou aan dat alles een mouw worden gepast. Bij het verstrijken van de wettelijke bestaansduur van de NBB, op 31 december, werd niet alleen het sta-

<sup>2</sup> De voorwaarden en modaliteiten van de bijzondere bijstand aan het Rentenfonds werden vastgelegd in protocol af te sluiten in het raam van de overeenkomst van 15 juli 1977. In januari 1983 werd het plafond vastgesteld op 210 miljard BEF, bedrag dat praktisch integraal werd opgenomen per 31 december 1986.

tuut van de NBB hernieuwd, ditmaal zonder tijdslimiet, maar van de gelegenheid werd ook gebruik gemaakt om het monetaire statuut, dat bestond sedert 1957, aan te passen aan de gewijzigde omstandigheden. Het verdwijnen van het goud als sleutelement van het internationale geldstelsel werd in het nationaal recht bekrachtigd; de gouddefinitie van de frank werd vervangen door een eenvoudige definitie als de monetaire eenheid van België zonder aan enig referentie-element te zijn gebonden; de gouddekking van de biljetten en hun converteerbaarheid in goud werden formeel afgeschaft.

Om de financiële instellingen "in" de NBB te brengen, kon de Bank voortaan een deel van de liquide middelen van de financiële instellingen bevriezen; die mogelijkheid bestond reeds sedert 1973 maar was aan allerlei beperkingen en een zware procedureregeling onderworpen.

Tenslotte werd duidelijkheid gebracht in twee domeinen waar onzekerheid heerste. Beslissingen in verband met het stelsel van officiële wisselkoersen, b.v. een pariteitswijziging, behoren tot de bevoegdheid van de uitvoerende macht, maar behelst het verplicht advies van de NBB en zijn onmiddellijke mededeling aan het Parlement alsmede de tussenkomst van de Ministerraad. Bij eventuele arbitrages door de NBB van goud tegen deviezen en op een zeer beperkt bedrag na, wordt de gerealiseerde meerwaarde ingeschreven op een bijzondere onbeschikbare rekening bij de NBB op naam van de Staat; op deze wijze zouden de eventuele verrichtingen het overheidstekort niet beïnvloeden.

Na de muntherschikking in Ootmarsum (Nederland) begin 1987 waarbij de pariteit van de BEF een laatste maal een tot 1% beperkte depreciatie zou ondergaan ten opzichte van de DEM en NLG, maar tegelijk een opwaardering van ruim 1% zou noteren ten opzichte van de Ecu, daalde het kortlopende rentever verschil in vergelijking met de landen met de meest stabiele Europese munten snel; in 1989 noteerde men op 3 maand nog een gemiddeld verschil van 1,6%, in 1990 van 1,3% en in 1991 van 0,1%. Deze laatste vermindering weerspiegelde tevens de wil in tal van Europese landen om te komen tot grotere convergentie, een onontbeerlijke voorwaarde voor Europese eenmaking via het sociaal-economische kanaal, nadat andere wegen onbruikbaar waren gebleken.

Na de inspanningen van 1982-1986 was de overheid tot een zekere pauze inzake consolidatie van overheidsfinanciën gekomen; tussen 1987 en 1993 schommelde de jaarlijkse nettofinancieringsbehoefte van de gezamenlijke overheid in een beperkte marge rond 6,5% BBP. Ook werd de overheidstussenkomst in de inkomensvorming in het algemeen en de loonvorming in het bijzonder afgeschaft. In 1987-1988 werd de loonvorming voor het eerst opnieuw het resultaat van collectieve arbeidsovereenkomsten; de neiging tot recuperatie op vroegere inleveringen werd bedwongen en de loonaanpassingen vielen matig uit; ze waren nagenoeg in lijn met de 3 voornaamste handelspartners. Geleidelijk zou hierin verandering komen en werden de loonsverhogingen in België belangrijker dan in de drie voornaamste buurlanden. Voor de jaren 1989 tot 1993 tekende zich een cumulatief verschil af van ca. 5% voor de loonkosten per eenheid product; een concurrentiehandicap werd opnieuw vastgesteld.

### **Binding aan de DEM**

Op monetair vlak waren ondertussen significante stappen gezet. In maart 1990 was er de afschaffing van de dubbele wisselmarkt, die vroeger zeer nuttig was



geweest maar nu zonder betekenis was geworden en op het imago van de nationale munt woog. In mei 1990 besliste de Belgische regering op voorstel van de NBB de nationale munt vast te koppelen aan die valuta in het Europees Monetair Stelsel (EMS) die beschouwd werd als anker van stabiliteit. Begin 1991 werden de geldmarkt en het monetair instrumentarium, waarop in de praktijk beroep werd gedaan, grondig hervormd.

De binding van de BEF aan de DEM was één van de belangrijkste monetaire beslissingen van de laatste jaren. Ze bekroonde de resultaten van het herstelbeleid, aangevat met de depreciatie van februari 1982, hetgeen meteen het einde betekende van de vrees dat een eerste devaluatie een volgende zou oproepen. Bovendien opende het ook de weg naar een volwaardige aansluiting bij de Economische en Monetaire Unie (EMU).

Technisch betekende deze binding dat bij muntherschikking de pariteit van de BEF ten opzichte van de DEM niet zou worden gewijzigd, maar ook dat bij het courante geld- en wisselbeleid er zou gepoogd worden de schommelingen van de BEF ten opzichte van de DEM binnen beperkte grenzen te houden. Niet in het minst behelsde het tevens dat ook het budgettaire en inkomensbeleid in België meer diende afgestemd te worden op dat van het Europese land met de beste stabiliteitsprestaties; bij gebrek aan voldoende orthodoxie op deze domeinen zou het eerbiedigen van de aangegane wisselverbintenissen onmogelijk worden of een te grote sociale kost via het monetaire beleid impliceren. De verantwoordelijkheden van de verschillende overheden waren ondubbelzinnig vastgelegd. Deze beslissing sloot evenwel niet uit dat het welslagen van deze zeer belangrijke kwalitatieve sprong voorwaarts van het monetaire beleid een tijdelijke verhoging van het kortlopende renteververschil kon inhouden. In sommige industriële kringen werd trouwens gevreesd voor een te grote druk op hun competitiviteit en stond men argwanend tegenover de idee om resoluut de weg in te slaan naar een stabiliteit, die sterk zou contrasteren met de ontwikkelingen in het voorbije decennium.

De monetaire autoriteiten hielden vol en de financiële markten reageerden gunstig. Meer zelfs, de onderschatting van de sociaal-economische gevolgen voor Duitsland van de politieke hereniging van dit land zorgde ervoor dat een verhoging van renteververschil zich niet voordeed. Integendeel, het renteververschil op 3 maand tussen Duitsland en België verlaagde van 2,00% basispunten per einde 1989 tot gemiddeld 0,1 in 1991 en zelfs een licht verschil ten voordele van de BEF in 1992.

### **Hervorming geldmarkt**

Een ander belangrijk keerpunt in de monetaire beleidsvoering van ons land was de hervorming van de geldmarkt en het instrumentarium van het geldbeleid dat werd mogelijk gemaakt door de wet van 2 januari 1991 en die zou ingaan op 29 januari van dat jaar. Zoals reeds gesteld werd tot op dat ogenblik de kortlopende rente in België georiënteerd door discretionnaire beslissingen van de NBB in overleg met de Minister van Financiën: de tarieven van de schatkistcertificaten die doorlopend werden uitgegeven. Bovendien bezat het Rentenfonds bij de NBB een zeer belangrijke speciale kredietlijn. De hervorming zou de respectieve verantwoordelijkheid van monetaire en budgettaire overheden klaar scheiden; de kortlopende rente zou georiënteerd worden exclusief door de NBB, via haar

rente- en liquiditeitenbeleid; de kortlopende rente zou aldus niet langer via discretionaire beslissing, maar uitsluitend via markttechnieken tot stand komen. De voorschotten van de NBB aan de Schatkist werden beperkt tot maximum 15 miljard BEF, bedrag dat in de plaats kwam van de 181 miljard BEF, gevormd door een bijzondere bijstandslijn aan het Rentenfonds die ondertussen was teruggebracht tot maximum 110 miljard BEF, door een portefeuille van overheids effecten van 37 miljard BEF en een geconsolideerde vordering op de Staat van 34 miljard BEF.

Tevens werd de markt van het kortlopend overheidspapier grondig hervormd. De schatkistcertificaten, die tot op heden doorlopend werden uitgegeven en die sedert 1926 enkel toegankelijk waren voor Belgische en Luxemburgse financiële instellingen, werden opengesteld voor alle beleggers-buitenlanders en ingezetenen voor wie de roerende voorheffing geen definitieve belasting is. Die nieuwe primaire markt wordt gevoed door periodieke toewijzingen via een tendersysteem; de toewijzing van certificaten gebeurt op logische wijze op basis van de gunstigste van de ingediende aanbiedingen. Naast deze primaire markt kwam ook een secundaire markt tot stand waarop de certificaten konden worden verder verhandeld na de aanvankelijk primaire toewijzing.

De NBB verschaft interne liquiditeiten via periodieke toewijzingen bij tenderinschrijvingen op cessies en retrocessies van handelspapier en beleningen tegen onderpand van effecten. Een zeer beperkte mogelijkheid van herdisconto van handelspapier bleef bestaan. Daarnaast kon de NBB tussenkomen op de geldmarkt via open markt- en interbankenverrichtingen, contant- en termijnverrichtingen van deviezen. Door het geheel van haar operaties streeft de NBB elke dag naar een globaal evenwicht op de geldmarkt tegen de gewenste rentestand. Individuele financiële instellingen krijgen de kans op het einde van elke dag hun overschotten of voorschotten te regelen tegen voorwaarden die in beginsel de marktrente benaderen maar ook soms een penalisierend karakter kunnen krijgen. De meeste centrale banken in Europa doen beroep op dat soort instrumentarium, weliswaar meestal aangevuld met monetaire reserves die de NBB ook kon opleggen maar waarvan zij, zoals verder wordt aangetoond, de noodzaak, in de Belgische context, niet inzag. De uitvoering van deze hervorming was het voorwerp van overleg met de financiële instellingen; immers op korte tijd dienden er zich belangrijke bewegingen af te spelen. Ter illustratie: in de weekstaat van de NBB per 21 januari 1991 telde men vorderingen op de Schatkist ten belope van 102,7 miljard BEF, bedrag dat tot 9,6 miljard BEF werd teruggebracht in de weekstaat per 4 februari 1991.

De implementatie van het nieuwe instrumentarium schonk voldoening. In functie van de ontwikkelingen op geld- en wisselmarkt bepaalde de NBB het liquiditeitsvolume en de rentetarieven tegen dewelke dit volume ter beschikking van de financiële instellingen werd gesteld. De Schatkist bleef ruim beneden het vastgestelde plafond: tussen 29 januari 1991 en 31 december 1991 beliep het gemiddeld beroep minder dan 2 miljard BEF.

### **Crisis van het begin van de jaren 90**

De wisselkoers van de BEF ten opzichte van de DEM onderging weinig schommelingen, ook toen in 1992 de relatieve kalmte op de valutamarkten plaats maakte voor een stijgende nervositeit nadat het Verdrag van Maastricht van decem-

ber 1991 op 2 juni door Denemarken werd afgewezen. Deze nervositeit onttaarde in een heuse crisis bij het naderen van het Franse referendum op 20 september; de nipte uitslag van deze volksraadpleging deed de onzekerheid omtrent het EMU-project nog toenemen. Tijdens de maanden september tot december werden de ITL, ESP en PTE gedevalueerd; de deelname van het GBP aan het wisselkoersmechanisme werd opgeschort en Italië kwam tijdelijk zijn interventieverplichtingen niet meer na; beide munten verlieten uiteindelijk het EMS-wisselkoersmechanisme. De verplichtingen van sommige unilateraal aan de Ecu gekoppelde valuta's van niet-EG-landen (FIM, SEK en NOK) werden opgeschort of opgeheven. De positie van de harde kern gevormd door de DEM, NLG en BEF verstevigde dermate dat de bovenzijde van de schommelingsmarge werd bereikt. De NBB werd genoopt tussen te komen op de wisselmarkt, maar voor het eerst om andere valuta te steunen. Op de balans van de officiële betalingen werd tijdens de laatste 4 maand van 1992 een overschot van 233 miljard BEF opgetekend; voor het eerste was de BEF een toevluchtswaluta. In deze omstandigheden zakte het kortlopend rentepeil in België zelfs lichtjes beneden het Duitse.

De valutacrisis van 1992 had echter ook twijfels doen ontstaan in verband met de solidariteit van het wisselkoersmechanisme en de verdedigingsmiddelen van de centrale banken. Het gevolg was dat in 1993 de speculatie zich zelfs ging toespitsen op valuta's van andere landen dan Duitsland, die geen hogere inflatie kenden en over een beter lopend betalingsaldo beschikten. De spanningen namen uitbreiding en bereikten een culminatiepunt, toen op de markten het gevoel de overhand kreeg dat de bereidheid tot samenwerking tussen de autoriteiten ontoereikend was om aan de druk te weerstaan. Ook de BEF ontsnapte dit maal niet nadat er, steunend o.m. op de zeer hoge en nog steeds groeiende overheids-schuldratio, onzekerheid was gerezen over de mogelijkheid het overheidstekort te beheersen.

De speculatieve kapitaalvoer van het tweede halfjaar van 1992 (ten belope van bijna 200 miljard BEF) werd in 1993 ongedaan gemaakt. Daarna had België af te rekenen met speculatieve kapitaalvoer, die voor het tweede halfjaar op ruim 850 miljard BEF mag worden geraamd. Het ging nu vooral om bewegingen van nettotegoeden op korte termijn en nog meer om termijntransacties; de niet-ingezetenen zouden hiervan ruim 2/3 voor hun rekening hebben genomen.

Als reactie op de instabiliteit van de markten werd op 2 augustus 1993 beslist de spilkoersen in het EMS ongewijzigd te laten maar ruimere wisselkoersschommelingen mogelijk te maken door de verplichte interventiekoersen te verleggen. Zij waren immers een al te gemakkelijk doelwit voor éénrichtingspeculatie. De fluctuatiemarges werden verbreed van 2,25 of 6 punten tot 15 punten aan weerszijden van de spilkoersen, hetgeen er toe strekte de marktdeelnemers voortaan met een meer symmetrisch risico te confronteren. Toen bleek dat de centrale banken de manoeuvreerruimte, die hen in principe door het systeem werd geboden, niet gebruikten om rentetarieven te verlagen of de munt de facto te laten depreciëren, kenden de verwachtingen opnieuw een kering, ditmaal ten goede. Op het einde van het jaar kwamen de wisselkoersen weer dichterbij de buurt van hun spilkoersen te liggen.

In België werd op de uitdagingen van de marktoperaties sereen gereageerd. Vanaf juli 1993 werd het monetaire beleid strak aangespannen. Het centraal tarief van de NBB werd opgetrokken van 6,70 begin juli 1993 tot 10,50 begin september 1993 terwijl het effect van de deviezenverkopen op de geldmarktliqui-

diteit niet volledig werd gecompenseerd; tijdens het 3e kwartaal werden de financiële instellingen aldus verplicht gemiddeld 20 miljard BEF einddagvoorschotten op te nemen - en voor de maand juli alleen meer dan gemiddeld 30 miljard BEF - tegen tarieven die het sterk gestegen centraal tarief zelfs met 2% overschreden. Dit kon niet beletten dat de BEF in waarde bleef verminderen, weliswaar ten dele omwille van een kortstondige koersstijging van de DEM ten opzichte van de meeste valuta's. Op 14 oktober 1993 bereikte de BEF zijn grootste afwijking nl. 6,5% ten opzichte van zijn spilkoers tegenover de DEM.

## Het globaal plan

Ook de regering had de boodschap van de markten begrepen en beseftte dat de onzekerheid diende te worden opgeheven inzake loonkostenverloop en beheersing van de overheidsfinanciën in het algemeen en het verloop van de schuld-ratio in het bijzonder. Een werkgroep deskundigen<sup>3</sup> werd om advies gevraagd.

Naarmate de werkzaamheden in de adviesgroep vorderden, kondigde de regering maatregelen aan enerzijds ter bevordering van de werkgelegenheid hetgeen na de vermelde loonsverhogingen tijdens de periode 1989-1993 een nieuwe inkomensmatiging inhield, en anderzijds ter sanering van de overheidsfinanciën o.m. door het verzekeren van het financiële evenwicht van de sociale zekerheid bij ongewijzigde subsidie van de federale overheid. Uiteindelijk werd aldus in november 1994 het globaal plan voor de werkgelegenheid, het concurrentievermogen en de sociale zekerheid goedgekeurd. Dit plan behelsde een inkomensmatiging. Enerzijds werd een nieuw referentie-indexcijfer ingevoerd dat in januari 1994, 1,4 punt lager lag dan het algemene indexcijfer. Het zogenaamde gezondheidsindexcijfer had 1988 als basisjaar. Het stemde overeen met het algemene indexcijfer van de consumptieprijzen na eliminatie uit de korf van goederen en diensten van alcohol, tabac, benzine en drank, goederen waarvan de prijzen o.a. ingevolge de verzwaring van indirecte belastingen, sneller waren gestegen dan de algemene indexcijfers. De invoering van dit gezondheidscijfer, dat ook in de toekomst voor een goed deel soelaas zou bieden aan de eventuele stijgingen van de prijzen van de olieproducten, betekende een eenmalige vermindering van de loonstijging, die voor 1994 op 1,1% werd geraamd en voor 1995 op 0,3%. Anderzijds werden voor de periode 1995-1996 alle reële loonsverhogingen, andere dan uit hoofde van "wage drift", gebannen. Inzake overheidsfinanciën kan de weerslag van de besliste maatregelen op ongeveer 2% BBP worden geraamd; de helft betrof aanvullende ontvangsten (uitsluitend fiscale want de parafiscale druk verminderde met 0,3% BBP<sup>4</sup>) en de andere helft minder primaire uitgaven.

<sup>3</sup> Deze deskundigen waren ongetwijfeld met de problematiek vertrouwd, doch handelden strikt ten persoonlijke titel. Het waren onder mijn voorzitterschap, de heren R. Tollet, Voorzitter van de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven, H. Bogaert, Voorzitter van het Planbureau, M. Jadot, Secretaris-generaal van het Ministerie van Arbeid en Tewerkstelling en Voorzitter van het Rijksinstituut voor ziekte- en invaliditeitsverzekering (RIZIV), alsook P. Van Rompuy en H. Verwilt, twee academische experts die ook een voet hadden in het extra-academische professionele leven. De coördinatie en de redactie werden waargenomen door mevrouw M. De Wachter, woordvoester van de Nationale Bank van België.

<sup>4</sup> De vermindering van sociale bijdragen van de werkgevers ten belope van 0,3% BBP behelst een verlichting van de loonkosten van de bedrijven met 0,7%.

De laatste maanden schonken de markten opnieuw vertrouwen aan de sociaal economische ontwikkelingen in België. Einde januari 1994 klom de BEF opnieuw naar zijn spilkoers met de DEM en het renteverskil met de DEM op 3 maand was einde februari 1994 teruggebracht tot 0,2% punt. De speculatieve beweging kostte het geheel van de betrokken operatoren een verlies van 5 miljard BEF. Het was de laatste crisis waaraan de nationale munt zou blootgesteld zijn.

### Monetaire strategie

De monetaire autoriteiten konden rustig hun monetaire strategie uitvoeren tot op het ogenblik dat per 1 januari 1999 de BEF in de euro zou opgaan en dit tegen de wisselpariteiten ten opzichte van de DEM en NLG vastgelegd te Ootmarsum (Nederland) in januari 1987.

Deze implementatie vertoonde 3 verschilpunten met menig ander land: de NBB deed meer beroep op fine-tuning-verrichtingen, legde geen monetaire reserves op en verzilverde een deel van haar goudvoorraad.

In de al bij al beperkte tamelijk eenvoudige en transparante Belgische geldmarkt, waarvan de saldi elke dag tamelijk juist kunnen worden voorzien, was er plaats voor bijna permanente fine-tuning-verrichtingen en was er geen behoefte aan een monetaire reserve, waarvan het beheer aanleiding geeft tot aanzienlijk administratief meerwerk en die normaal leidt tot inkomensverlies voor de kredietinstellingen. De steriliserende rol van het monetaire reserve-instrument, die zich opdrong als de boni op de betalingsbalans tot een te grote liquiditeitsverruiming aanleiding gaven (wat dikwijls het geval was), werd overgenomen door traditionele verrichtingen op geld- en wisselmarkt. De NBB verkocht aan de financiële instellingen op korte termijn en tegen marktvoorwaarden de excedentaire deviezen, hetgeen een liquiditeitsverkrapping tot gevolg had, en kocht deze terug op termijn. Door een juiste dosering van bedragen en vervaldagen werd het gewenste uitstaande bedrag eerder gemakkelijk verwezenlijkt. Deze verrichtingen bereikten een piek van 580 miljard BEF in mei 1996.

Traditioneel vertegenwoordigde de goudvoorraad van de NBB een relatief belangrijk deel van haar externe tegoeden. Tijdens de jaren 1989-1998 stemde de NBB de samenstelling van haar deviezenreserves meer af op deze van de meeste buurlanden en arbitreerde een deel van haar renteloze (goud)tegoeden op het buitenland tegen rente-opbrengende deviezen<sup>5</sup>. De Belgische geldmarkt werd tegen de liquiditeitsverruimende weerslag van deze verrichtingen geïmmuniiseerd door de creatie van de reeds vermelde passiefrekening "Onbeschikbare reserves meerwaarde op goud". Om de internationale goudmarkt niet te verstoren werden per dag zeer beperkte hoeveelheden aangeboden en kreeg de verrichting een vertrouwelijk karakter. In de periode 1989-1998 werd op deze wijze 1.005 ton goud gearbitreerd op een goudvoorraad van 1.309 ton per 31 december 1988. De gerealiseerde meerwaarde bedroeg in totaal ca. 330 miljard BEF, hetzij praktisch 327.000 BEF per kilogram.

<sup>5</sup> Het gemiddelde rendement van de aldus verkregen en belegde deviezen bedroeg bijna 6% per jaar.

## De bekroning: de euro

In de loop van de jaren 90 kwam het sociaal-economische beleid in België meer en meer in het teken te staan van de Economische en Monetaire Unie. Het tot stand komen van deze unie met onmiddellijk volwaardig Belgisch lidmaatschap kon de bekroning worden van het herstelbeleid ingeleid begin 1982, maar die een zekere pauze kende tijdens de periode 1987-1993.

In december 1991 legden de betrokken regeringsleiders en staatshoofden de grote lijnen vast van de EMU en werden de fasen beter afgelijnd. De eerste fase ging onmiddellijk in en bestond er in feite in beter te implementeren hetgeen men normaal geacht was te verwezenlijken. De tweede fase zou ingaan per 1 januari 1994. Voor die datum dienden de nog resterende beperkingen op het kapitaalverkeer te worden opgeheven terwijl de landen waar moeilijkheden werden onderkend in verband met de vereiste convergentie, een veeljarenplan tot aanpassing dienden goed te keuren. Tijdens de tweede fase dienden de bepalingen die monetaire financiering van de overheid verbieden, effectief van toepassing te worden en het proces tot onafhankelijkheid van de nationale centrale bank werd voltooid. Tenslotte zou het Europees Monetair Instituut, met de voorgeschreven taken, in de plaats treden van het Comité van Presidenten en het Europees Fonds voor Monetaire Samenwerking. De derde fase tenslotte zou ingaan uiterlijk op 1 januari 1999, terwijl een paar maand vroeger de Europese Centrale Bank, die in de plaats kwam van het EMI en de nationale centrale banken, werd opgericht. Dit onafhankelijk stelsel heeft als belangrijkste taak het bepalen en het ten uitvoer leggen van het monetaire beleid, het beheer van de goud- en deviezenreserves en het verrichten van valutatransacties. Hoofddoel ervan is het behoud van de prijsstabiliteit. Deze derde fase kent de onherroepelijke vastlegging van de wisselkoersen, de invoering van de euro als enige munt en een verstrakking van het toezicht op de toestand van de overheidsfinanciën. De toegang tot de eindfase werd afhankelijk gemaakt van het bereiken van een voldoende graad van economische convergentie die zou worden geëvalueerd op basis van 4 goed gekende en dikwijls beschreven en gepreciseerde criteria:

- prijsstabiliteit
- wisselkoersstabiliteit
- beoordeling van de duurzaamheid van de bereikte convergentie op basis van het lange termijn rentepeil
- bevredigde toestand van de overheidsfinanciën gemeten aan de hand van 2 parameters:
  - een jaarlijks overheidstekort dat in beginsel niet meer dan 3% bedraagt
  - een overheidsschuld die 60% van het BBP niet te boven gaat of op zijn minst in voldoende mate afneemt om die referentiewaarde in bevredigend tempo te benaderen.

Uit hetgeen hiervoor werd gesteld blijkt duidelijk dat België slechts problemen kon hebben met de vereisten inzake overheidsfinanciën. In 1993 bedroeg het overheidstekort nog 7,2% BBP en de bruto geconsolideerde overheidsschuld 135% BBP. In 1997, laatste jaar waarvoor voldoende betrouwbare gegevens beschikbaar waren op het ogenblik van de convergentie-evaluatie, was het overheidstekort teruggebracht tot 1,9% BBP en de bedoelde overheidsschuld ratio tot 121,9% zijnde echter nog steeds het tweevoudige van de referentiewaarde van 60%.

Voor het terugdringen van het overheidstekort tot 3% waren de kiemen gelegd in het globaal plan van einde 1993. De vermindering tussen 1993 en 1997 met 5,3% BBP mag voor de ruime helft toegeschreven worden aan de vermindering van de interestlasten en voor het saldo aan de verbetering van het zogenaamde primaire surplus (ontvangsten en uitgaven andere dan rentelasten). Dit primair saldo bereikte een gemiddelde van 3,6% in het begin van de jaren 90 maar werd opgetrokken tot 5,2% in 1994 om tenslotte 6% te bereiken in 1997. In dit proces viel het aandeel van de relatief verminderde primaire uitgaven iets hoger uit dan dat van de relatief gestegen ontvangsten. De evaluatie van de overheids-schuldcriteria was veel ingewikkelder. Inderdaad, de ontwikkeling van de overheidsschuld is ongetwijfeld vooral functie van de evolutie van de nettofinancieringsbehoefte maar ook van andere elementen. Het gaat hier eerst en vooral om de zogenaamde transacties in de vermogenssfeer, in tegenstelling met de verrichtingen in de inkomens- en bestedingssfeer; de laatste beïnvloeden het financieel overheidssaldo van elk jaar (en aldus op indirecte wijze de overheidsschuld) terwijl de eerste, bij conventie, geen weerslag hebben op de nettofinancieringsbehoefte of het nettofinancieringsvermogen, maar inderdaad de schuld (negatief vermogen) beïnvloeden. Als voorbeeld kunnen we vermelden de kredieten en participaties van de overheid (in het verleden gemiddeld 0,4% BBP en in het ESER-1985 scenario gemiddeld 0,2% BBP) die de schuld bezwaren, en de affectatie tot schuldvermindering van de opbrengst van activa die uiteindelijk aan de overheid toebehoren (privatiseringen, meerwaarde goudarbitrages). Het gaat hier ook desgevallend om de weerslag van wisselkoersschommelingen op de schuld aangegaan in vreemde valuta, doch die uiteindelijk uitgedrukt wordt in de nationale munt. Tenslotte gaat het om het zogenaamde sneeuwbaaleffect van de schulden op de overheidsschuld. De eerste twee elementen geven aanleiding tot een exogene wijziging van de schuld terwijl het sneeuwbaaleffect een endogene factor is. Met sneeuwbaaleffect van de rentelasten op de overheidsschuld bedoelt men het proces waarbij de overheidsschuld haar eigen aangroei in stand houdt louter door de interesten die op die schuld betaald moeten worden.

Dit endogene effect heeft in het verleden in België een belangrijke rol gespeeld. Er kan worden aangetoond dat er geen sneeuwbaaleffect is als de nominale economische groei hoger uitvalt dan de impliciete nominale rente van de overheidsschuld. Tot in 1977 was dit het geval maar helaas sedertdien niet meer<sup>6</sup>. Gelukkig speelt er ook geen sneeuwbaaleffect, zelfs als de impliciete rente hoger uitvalt dan de nominale groei, zoals sinds 1978 het geval is, voor zover althans het primaire overheidssaldo voldoende groot is. Hoe groot het primair saldo moet zijn, hangt af van het verschil tussen de impliciete rente en de economische groei enerzijds en de relatieve hoogte van de overheidsschuld anderzijds. Welnu, tot in 1983 was dit primaire saldo in ons land negatief en van 1984 tot en met 1987 onvoldoende positief. De schuldratio nam dan ook toe. Van 1987 tot 1992 verschilde het primaire saldo dat nodig is om het zogenaamde sneeuwbaaleffect te doorbreken, weinig van het primaire saldo dat effectief werd geteld en de schuldratio onderging amper verandering. Tijdens het recessiejaar van 1993 kende de schuldratio een laatste opstoot en liep op tot 135%. Het in 1994 fors verhoogde primaire saldo zette de teruggang van de schuldratio definitief in. De schuldratio liep terug van 135% BBP in 1993 tot 116% in 1998; van deze vermindering wordt praktisch 60% verklaard door het terugdraaien van het sneeuwbal-

<sup>6</sup> Het jaar 1989 was een randgeval; zowel de exceptioneel hoge nominale groei als de impliciete rente verschilden weinig van 8,6%.

effect, terwijl het saldo toe te schrijven is aan exogene elementen zoals de aanwending voor schuldvermindering van de meerwaarde voortvloeiend uit de arbitrages van goud tegen deviezen door de NBB en van de opbrengst van zogenaamde privatiseringsverrichtingen, die de weerslag van de traditionele kredieten en participaties meer dan compenseerden. Aanvankelijk was de bijdrage van de exogene factoren het belangrijkste in de vermindering van de schuldratio terwijl de jongste tijd de endogene verminderingen meer en meer aan bod zijn ( $\frac{3}{4}$  in 1998).

Ongeveer de helft van de exogene schuldvermindering komt voor rekening van de aanwending van de meerwaarde uit goudarbitrages van de NBB. De vermelde arbitrages van goud tegen deviezen zorgden in de beschouwde periode voor een meerwaarde van bijna 330 miljard BEF die werd gesteriliseerd in een onbeschikbare rekening van de Staat bij de NBB op basis van artikel 20bis van haar statuten. Deze statutaire beschikking werd tweemaal gewijzigd (de wet van 26 juli 1996 en de wet van 18 december 1998) om deze meerwaarde praktisch uitsluitend <sup>7</sup> aan te wenden - op het deel dat toekomt aan het Groothertogdom Luxemburg na - voor de terugbetaling van de overheidsschuld in deviezen. Zoals trouwens blijkt uit de adviezen terzake uitgebracht door het EMI en de ECB konden de monetaire autoriteiten geen bezwaar opperen; integendeel het droeg bij tot de ook door de monetaire overheid sterk gewenste schuldvermindering; in monetair opzicht was de operatie volledig neutraal en het beïnvloedde geenszins de globale nettofinancieringsbehoefte van de overheid. Inderdaad, de vermindering van de rentelasten van de overheid waartoe de schuldvermindering aanleiding gaf, ging gepaard met een vermindering van haar fiscale ontvangsten (rente-opbrengsten overgeheveld door de NBB); of anders uitgedrukt tegenover een vermindering van de interestlasten van de overheid kwam een vermindering van haar primair surplus te staan.

In maart 1998 legden zowel de Europese Commissie als het Europees Monetair Instituut hun verslag neer met een evaluatie van de graad van juridische en economische convergentie die door de verschillende landen bereikt was. België voldeed ruimschoots aan de juridische criteria en alle economische criteria op één na nl. het probleem van de schuldratio. Uiteindelijk werd de convergentie van België ook op dit punt voldoende geacht mits het aangaan van de verplichting het primaire saldo op minimum 6% BBP te handhaven. Dit was het peil bereikt einde 1997 en werd geacht een voldoende waarborg te zijn om de teruggang van de schuldratio ingezet met een primair saldo van 5,2% BBP in 1994, op bevredigende wijze verder te zetten.

Steunend op de twee vermelde adviezen alsmede op het advies van het Europees Parlement, maakte de Ecofinraad de aanbeveling 11 landen waaronder België tot lidmaatschap toe te laten. Deze aanbeveling werd op 2 mei 1998 aange-

---

<sup>7</sup> Het aandeel van Luxemburg in de twee verrichtingen beliep 13 miljard BEF, het saldo zijnde 316 miljard BEF werd op 5 miljard BEF na aangewend voor de vermindering van de Belgische overheidsschuld in deviezen. De 5 miljard BEF waarvan sprake werd aangewend door de staat voor aflossing van - meestal reeds lang bestaande - verplichtingen bij de NBB (staatsgarantie voor uitvoering van het betalingsakkoord met Afrikaanse Staten en minderwaarde voor de Schatkist van externe activa als gevolg van de monetaire aanpassing van 1972).



nomen door de Europese Raad van Staats- en Regeringshoofden. Dezelfde dag werden de wisselkoersen ten opzichte van de euro onherroepelijk vastgelegd.

In de laatste helft van 1998 gaven de ontwikkeling van de rentetarieven en noteringen op de wisselmarkt geen aanleiding tot noemenswaardige moeilijkheden. Ter illustratie: in de laatste dagen van 1998 waren er minder dan 1 miljard BEF interventies nodig om op de wisselmarkt twee vroeger aangegane beslissingen precies waar te maken. Het betrof enerzijds de koers van de euro ten opzichte van de Ecu, nl. 1 euro = 1 Ecu (beslissing van juni 1997) en anderzijds de handhaving van de verhouding tussen de spilkoersen van de munten van Euroland (beslissing van 2 mei 1998)<sup>8</sup>. Wel dienden de Belgische monetaire overheden nog een laatste bijdrage tot harmonisering te leveren, nl. de financiële instellingen in België enerzijds technische ervaring laten opdoen in het beheer van een monetaire reserve vastgesteld als een gemiddelde per maand en anderzijds aan de financiële instellingen in België de nodige middelen verschaffen om aan de verwachte 280 miljard BEF euroreserveverplichting te voldoen. De technische voorbereiding berustte op een gentleman's agreement afgesloten tussen de NBB en de financiële instellingen. Vanaf september 1998 zou bij de NBB een monetaire reserve van gemiddeld ca. 28 miljard BEF worden gevormd volgens de modaliteiten die het ESCB zou opleggen inclusief de vergoeding tegen het centraal tarief. Dat bedrag vertegenwoordigde slechts 1/10 van de reserveverplichting die het ESCB begin januari 1999 zou in voege brengen maar voor het verwerven van technische know-how was de relatieve hoegrootheid van de reserve van ondergeschikt belang. Dit vrijwillig stelsel kwam te vervallen op 30 december 1998 samen met de 230 miljard BEF bankcertificaten die de NBB uitgaf tijdens de laatste weken van 1996 bij het afwikkelen van de eerste terugbetaling van overheids-schuld dankzij deblokkering van de gevormde onbeschikbare reserve. Aldus hadden per 31 december 1998 de financiële instellingen 258 miljard BEF vrije middelen tot hun beschikking voor het vormen van begin januari van de ESCB-monetaire reserve ten belope van ca. 280 miljard BEF. Het saldo werd verstrekt via een speciale aangepaste tenderverrichting.

Op 31 december 1998 om 12.00 uur kreeg President Duisenberg van de Europese Centrale Bank, vertoevend in de lokalen van de NBB, per teleconferentie het jawoord van alle gouverneurs voor de zoëven genoteerde bilaterale concertatiëkoersen. Het was een plechtig, groot en sterk emotioneel ogenblik. Deze bilaterale wisselkoersen lieten toe de conversiekoers van elke nationale munt ten opzichte van de Ecu en dus de euro te berekenen. Een paar uur later werden op basis van de voorstellen de omrekeningskoersen voor de euro door de Raad van Europa onherroepelijk vastgesteld; ze werden 's anderendaags van kracht.

Het was meteen de laatste daad van souverain nationaal monetair beleid. Vanaf 1 januari 1999 is er geen nationale geldmarkt meer, noch een nationale wisselmarkt, de natuurlijke domeinen waar het geldbeleid zich afspeelt. Ze ruimden de plaats voor een Europese geld- en wisselmarkt onder de bevoegdheid van het ESCB, waarin bij beslissingen de gouverneur van de NBB over één stem beschikt. De nationale munt, met beperkte verspreiding, en met een vaste pariteit - voor het behoud waarvan meermaals sterk werd gestreden - is opgegaan in een nieu-

<sup>8</sup> Omdat de Ecuoers per 31 december 1988 ook bepaald werd door munten van niet-leden van Euroland kon per 2 mei 1998 de koers van de munt van elke lidstaat ten opzichte van de euro niet precies bepaald worden.

we, ruim verspreide munt, die de facto is gaan zweven op de grote internationale markten.

### **Summary: From Devaluation to Euro: The Economic and Monetary Policy of Belgium 1980-2000**

*This article on the evolution of economic and monetary policy in Belgium, which turned the "sick man of Europe" into one of the stronger European economies and allowed it to enter into EMU, stresses the role of the monetary authorities as a stabilising force in Belgium. It gives a detailed analysis of how these changes have allowed Belgium to regain the confidence of both monetary authorities and international investors after the devaluation of 1982.*

*The policy responses to the oil shock at the beginning of the seventies broke with the policy mix which had until then been practised. Both the wage formation process and fiscal policy clearly spiralled out of control, the chief result of which was a drastic loss in international competitiveness. As a consequence, the current account showed a large deficit, the traditional level at which public deficit had stood rose dramatically, unemployment exploded and the financial structure of most corporations became fragile.*

*A drastic realignment of economic policy started with the devaluation of the Belgian franc in 1982. This devaluation was accompanied by a series of measures aimed at preventing the inflationary pressures from triggering further devaluations, and hence at restoring credibility. These measures included restrictive fiscal policies (tax increases and cuts in public spending) and real wage cuts. By 1987 this recovery policy had successfully restored Belgian competitiveness, reduced the government deficit and restored the balance of payments equilibrium.*

*Although public policies became less restrictive during the period 1988-1993, the central bank continued to gain international credibility. Significant steps in this process were the abolition of the dual exchange rate system, the decision to peg the Belgian franc to the most stable currency in the ERM (i.e. the German mark) and the reform of the money markets in Belgium. The latter in particular helped to increase the central bank's independence, since this reform implied total control by the central bank over short term interest rates, it reduced significantly the automatic credit lines of the fiscal authorities with the central bank and it stipulated that revaluations of gold reserves should no longer be used to finance government budget deficits. By 1992 international credibility had been restored to such a degree that the Belgian franc became a strong currency during the 1992 crisis, obliging the central bank to come to the rescue of the weaker currencies under attack in September 1992 with a speculative inflow of capital of about 200 billion BEF. However this restored credibility continued to be*

*fragile, as became evident during the 1993 exchange rate crisis when the Belgian franc was vigorously attacked by international speculation.*

*The insufficient alignment of public and monetary policies proved to be at the heart of the financial problems of the 1993 crises. The Belgian government relaunched its policies of budgetary restriction and wage moderation, brought together in what was called the 'Global Plan'. This realignment of public policies to monetary policy swiftly restored the credibility of the Belgian franc, so that as early as January 1994 the Belgian franc converged to its central parity with an interest differential vis-à-vis the German mark of only about 2%. This differential declined progressively. Indeed the global plan restored the confidence of the investors in Belgian economic policy. Financial markets now fully believed in the entry of Belgium into EMU and from then on no major difficulties were to arise.*