

CHAMBRE DES REPRÉSENTANTS
DE BELGIQUE

7 octobre 2022

**IMPACT DE L'AUGMENTATION
DES TAUX D'INTÉRÊT
SUR LE BUDGET****Audition de M. Stefan Van Parys,
chef de groupe Finances publiques,
Banque nationale de Belgique**

RAPPORT

FAIT AU NOM DE LA COMMISSION
DES FINANCES ET DU BUDGET
PAR
M. Sander LOONES

SOMMAIRE

Pages

I. Exposé introductif	3
II. Questions des membres	10
III. Réponses de l'orateur	14
IV. Répliques et réponses supplémentaires de l'orateur ...	18
V. Annexe	20

BELGISCHE KAMER VAN
VOLKSVERTEGENWOORDIGERS

7 oktober 2022

**DE IMPACT
VAN DE RENTESTIJGING
OP DE BEGROTING****Hoorzitting met de heer Stefan Van Parys,
groepschef Overheidsfinanciën,
Nationale Bank van België**

VERSLAG

NAMENS DE COMMISSIE
VOOR FINANCIËN EN BEGROTING
UITGEBRACHT DOOR
DE HEER **Sander LOONES**

INHOUD

Blz.

I. Inleidende uiteenzetting	3
II. Vragen van de leden	10
III. Antwoorden van de spreker	14
IV. Replieken en bijkomende antwoorden van de spreker .	18
V. Bijlage	28

07843

**Composition de la commission à la date de dépôt du rapport/
Samenstelling van de commissie op de datum van indiening van het verslag**
Président/Voorzitter: Marie-Christine Marghem

A. — Titulaires / Vaste leden:

N-VA	Peter De Roover, Sander Loones, Wim Van der Donckt
Ecolo-Groen	Cécile Cornet, Dieter Vanbesien, Gilles Vanden Burre
PS	Hugues Bayet, Malik Ben Achour, Ahmed Laaouej
VB	Kurt Ravyts, Wouter Vermeersch
MR	Marie-Christine Marghem, Benoît Piedboeuf
cd&v	Wouter Beke
PVDA-PTB	Marco Van Hees
Open Vld	Christian Leysen
Vooruit	Joris Vandenbroucke

B. — Suppléants / Plaatsvervangers:

Peter Buysrogge, Kathleen Depoorter, Michael Freilich, Tomas Roggeman
Wouter De Vriendt, Marie-Colline Leroy, Stefaan Van Hecke, Albert Vicaire
Mélissa Hanus, Christophe Lacroix, Patrick Prévot, Sophie Thémont
Steven Creyelman, Erik Gilissen, Reccino Van Lommel
Emmanuel Burton, Florence Reuter, Vincent Scourneau
Hendrik Bogaert, Leen Dierick
Steven De Vuyst, Peter Mertens
Egbert Lachaert, Jasper Pillen
Melissa Depraetere, Vicky Reynaert

N-VA	: Nieuw-Vlaamse Alliantie
Ecolo-Groen	: Ecologistes Confédérés pour l'organisation de luttes originales – Groen
PS	: Parti Socialiste
VB	: Vlaams Belang
MR	: Mouvement Réformateur
cd&v	: Christen-Democratisch en Vlaams
PVDA-PTB	: Partij van de Arbeid van België – Parti du Travail de Belgique
Open Vld	: Open Vlaamse liberalen en democraten
Vooruit	: Vooruit
Les Engagés	: Les Engagés
DéFI	: Démocrate Fédéraliste Indépendant
INDEP-ONAFH	: Indépendant - Onafhankelijk

Abréviations dans la numérotation des publications:		Afkorting bij de nummering van de publicaties:	
DOC 55 0000/000	Document de la 55 ^e législature, suivi du numéro de base et numéro de suivi	DOC 55 0000/000	Parlementair document van de 55 ^e zittingsperiode + basisnummer en volgnummer
QRVA	Questions et Réponses écrites	QRVA	Schriftelijke Vragen en Antwoorden
CRIV	Version provisoire du Compte Rendu Intégral	CRIV	Voorlopige versie van het Integraal Verslag
CRABV	Compte Rendu Analytique	CRABV	Beknopt Verslag
CRIV	Compte Rendu Intégral, avec, à gauche, le compte rendu intégral et, à droite, le compte rendu analytique traduit des interventions (avec les annexes)	CRIV	Integraal Verslag, met links het definitieve integraal verslag en rechts het vertaalde beknopt verslag van de toespraken (met de bijlagen)
PLEN	Séance plénière	PLEN	Plenum
COM	Réunion de commission	COM	Commissievergadering
MOT	Motions déposées en conclusion d'interpellations (papier beige)	MOT	Moties tot besluit van interpellaties (beigekleurig papier)

MESDAMES, MESSIEURS,

La commission des Finances et du Budget a procédé à cette audition au cours de sa réunion du mercredi 21 juin 2022.

I. — EXPOSÉ INTRODUCTIF

M. Stefan Van Parys, chef de groupe Finances publiques, Banque nationale de Belgique, indique que son exposé comportera trois volets: un état des lieux des finances publiques belges, un volet sur l'évolution des taux d'intérêt et la gestion de la dette y afférente et un volet consacré à l'impact des taux d'intérêt sur la dette publique.

A. État des lieux des finances publiques belges

Les estimations de la BNB de juin 2022 montrent que le déficit budgétaire de l'ensemble des administrations publiques pour 2021 sera de -5,5 % du PIB. Pour 2022 et 2023, la BNB prévoit une légère amélioration du solde budgétaire pour revenir à un déficit de -5 % du PIB en 2024 (voir diapositive 2).

M. Van Parys souligne que le déficit budgétaire reste structurellement élevé. Les mesures temporaires liées à la lutte contre le COVID-19, qui influençaient encore fortement le déficit en 2021, n'auront presque plus d'impact en 2024. En outre, une série de mesures temporaires ont été prises en 2022 dans le contexte de la crise énergétique et de la crise ukrainienne. L'impact de ces mesures disparaîtra également d'ici 2024. Le déficit restera assez élevé en 2023 et 2024 en raison de l'impact de l'inflation sur le solde budgétaire. Les dépenses publiques augmentent très fortement en raison de l'indexation automatique des salaires et d'autres dépenses. Il y a également une augmentation du côté des recettes, mais moins que du côté des dépenses.

Pour la première fois depuis les années 1980, on constate également une augmentation des charges d'intérêt. En 2022, elles s'élèvent à environ 1,5 % du PIB, pour atteindre 1,7 % du PIB en 2024.

À la suite de la crise du coronavirus (et de la forte baisse du PIB nominal), le taux d'endettement a augmenté pour atteindre 112,8 % du PIB. La forte hausse du PIB nominal en 2020 et 2021 a entraîné une forte baisse du taux d'endettement. Après une stabilisation en 2022, la BNB prévoit, à politique inchangée, une augmentation

DAMES EN HEREN,

De commissie voor Financiën en Begroting heeft deze hoorzitting gehouden tijdens haar vergadering van woensdag 21 juni 2022.

I. — INLEIDENDE UITEENZETTINGEN

De heer Stefan Van Parys, groepschef Overheidsfinanciën, Nationale Bank van België, geeft aan dat zijn presentatie zal bestaan uit drie luiken: een stand van zaken van de Belgische overheidsfinanciën, de evolutie van de rentevoeten en het daaraan gekoppelde schuldbeheer en de impact van de rente op de overheidsschuld.

A. Een stand van zaken van de Belgische overheidsfinanciën

De ramingen van de NBB van juni 2022 tonen aan dat het begrotingstekort voor de gezamenlijke overheid voor 2021 uitkomt op -5,5 % van het bbp. Voor 2022 en 2023 voorspelt de NBB een lichte verbetering van het budgettaire saldo om in 2024 opnieuw naar een tekort te gaan van -5 % van het bbp (zie slide 2).

De heer Van Parys geeft aan dat het begrotingstekort structureel hoog blijft. De tijdelijke COVID-maatregelen die het tekort in 2021 nog sterk beïnvloedden zullen in 2024 bijna geen impact meer hebben. In 2022 werden daarnaast ook nog een reeks tijdelijke maatregelen genomen in het kader van de energiecrisis en de Oekraïne-crisis. Het effect daarvan dooft ook uit tegen 2024. Het tekort in 2023 en 2024 blijft vrij hoog door de impact van de inflatie op het begrotingssaldo. De uitgaven van de overheid stijgen zeer sterk door de automatische indexering van lonen en andere uitgaven. Aan de ontvangstenzijde is ook een toename merkbaar maar minder sterk dan aan de uitgavenzijde.

Voor het eerst sinds de jaren tachtig is er ook een toename van de rentelasten waarneembaar. Deze bedragen in 2022 ongeveer 1,5 % van het bbp om in 2024 op te lopen tot 1,7 % van het bbp.

Ten gevolge van de coronacrisis (en de sterke daling van het nominale bbp) is de schuldgraad gestegen tot 112,8 % van het bbp. Door de sterke stijging van het nominale bbp in 2020 en 2021 is de schuldgraad sterk afgenomen. Na een stabilisatie in 2022 voorspelt de NBB bij ongewijzigd beleid een structurele stijging van

structurelle de la dette publique en 2023 et 2024, avec des taux d'endettement respectifs de 107,9 % et 110,9 % du PIB.

Ensuite, l'orateur indique que le déficit budgétaire reste le plus élevé au niveau fédéral (voir diapositive 3). De plus, le niveau fédéral ne parviendra pas à réduire ce déficit dans les années à venir: pour 2024, la BNB prévoit le même déficit que pour 2021. L'essentiel de la dette publique se situe également au niveau fédéral, à savoir 81 % (voir diapositive 3).

En comparaison avec les autres pays de la zone euro, la Belgique est en queue de peloton. Notre pays fait partie des États membres dont le déficit et le taux d'endettement sont les plus élevés, à savoir l'Espagne, l'Italie et la France. En outre, tous ces pays présentent une dynamique d'endettement à la hausse, ce qui crée un risque supplémentaire (voir diapositive 4). Contrairement à la Belgique, les pays voisins que sont les Pays-Bas et l'Allemagne présentent un faible déficit budgétaire et une dette publique peu élevée.

B. L'évolution des taux d'intérêt et la gestion de la dette y afférente

Le taux d'intérêt à long terme belge (OLO à 10 ans) a connu une chute spectaculaire, passant de 6 % en 2000 à 0 % en 2020, avec toutefois un bref rebond pendant la crise de la dette en 2011. La forte baisse après le début des années 2010 a été causée par la politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne (BCE) et les programmes d'achat associés (voir diapositive 5).

Depuis janvier 2022, la longue période de baisse des taux d'intérêt a pris fin en raison d'une inflation élevée et de la réaction monétaire attendue de la BCE. La BNB prévoit sur base des attentes du marché un taux d'intérêt à long terme de 2,4 % pour 2023, qui augmentera ensuite lentement pour atteindre un taux à long terme de 2,7 % en 2030.

Le taux d'intérêt à court terme belge (6 mois) est négatif depuis 2014, mais il devrait redevenir positif en 2023 et atteindre 1,1 % en 2024. Le taux d'intérêt à court terme belge suit fidèlement l'évolution du taux de la facilité de dépôt de la BCE.

Le taux d'intérêt implicite de la dette est le taux d'intérêt moyen de l'ensemble de la dette publique belge actuellement en circulation. Ce taux d'intérêt implicite a également montré une tendance à la baisse depuis 2000, mais il est inférieur au taux des OLO à 10 ans. Tant que le taux d'intérêt implicite restera inférieur au taux

de l'overheidsschuld en 2023 en 2024 met een respectievelijke schuldgraad van 107,9 % en 110,9 % van het bbp.

Voorts geeft de spreker aan dat het begrotingstekort op federaal niveau het hoogst blijft (zie slide 3). Daarenboven slaagt het federale niveau er niet in om dit begrotingstekort in de komende jaren terug te dringen: voor 2024 voorspelt de NBB een zelfde tekort als in 2021. Ook het leeuwenaandeel van de Belgische overheidsschuld zit op federaal niveau, namelijk 81 % (zie slide 3).

In vergelijking met de andere landen van het eurogebied bevindt België zich in de staart van het peloton. Ons land bevindt zich bij de lidstaten met het hoogste tekort en de hoogste schuldgraad, namelijk Spanje, Italië en Frankrijk. Al deze landen vertonen bovendien een opwaartse schulddynamiek wat een extra risico veroorzaakt (zie slide 4). In tegenstelling tot België beschikken de buurlanden Nederland en Duitsland over een laag begrotingstekort en een lage staatsschuld.

B. De evolutie van de rentevoeten en het daaraan gekoppelde schuldbeheer

De Belgische langetermijnrente (tienjarige OLO) is spectaculair gedaald van 6 % in 2000 naar 0 % in 2020, zij het met een korte opstoot tijdens de schulden crisis in 2011. De sterke daling na het begin van de jaren 2010 werd veroorzaakt door het accommoderend monetair beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) met de bijhorende aankoopprogramma's (zie slide 5).

Sinds januari 2022 is er een einde gekomen aan de lange periode van dalende rentevoeten ten gevolge van de hoge inflatie en de verwachte monetair reactie van de ECB. De NBB verwacht op basis van de marktverwachtingen voor 2023 een langetermijnrente van 2,4 % die dan langzaam stijgt tot een langetermijnrente van 2,7 % in 2030.

De Belgische kortetermijnrente (6 maanden) was sinds 2014 negatief, maar wordt verwacht in 2023 terug positief te worden om in 2024 te landen op 1,1 %. De Belgische kortetermijnrente volgt getrouw de evolutie van de depositofaciliteitsrente van de ECB.

De impliciete rente op de schuld is de gemiddelde rente van alle overheidsschuld van België die op dit moment uitstaat. Deze impliciete rente vertoont sinds 2000 ook een dalende trend maar deze is trager dan de rente van de tienjarige OLO. Zolang de langetermijnrente boven de impliciete rente blijft zullen de rentelasten dalen. Eenmaal

d'intérêt à long terme, les charges d'intérêt diminueront. Lorsque le taux d'intérêt à long terme dépassera le taux d'intérêt implicite, les charges d'intérêt augmenteront.

M. Van Parys souligne également que la hausse du spread belge relatif au taux de dix ans par rapport à l'Allemagne reste limitée (voir diapositive 6). Ce spread est un bon indicateur de la prime de risque qu'un pays doit payer pour ses titres publics. Au début de l'euro, les spreads entre les différents pays de la zone euro étaient très faibles. Les marchés financiers pensaient que grâce à l'euro, il n'y avait plus de risque de défaut de paiement dans les différents pays. Au début de la crise financière en 2008, les marchés financiers ont commencé à se rendre compte qu'il existait tout de même des différences entre les pays. En particulier, les pays du Sud, comme l'Italie et l'Espagne, ont constaté que les marchés financiers avaient peu confiance dans leur politique budgétaire. La Belgique a également ressenti cette pression des marchés financiers en 2011, lorsque le spread avec le Bund allemand a atteint 3 points. Ensuite la BCE est intervenue sous le couvert de "*whatever it takes*" afin de sauver l'euro. En combinaison avec la présentation d'un plan d'assainissement par les autorités belges, le calme est revenu sur les marchés financiers.

Depuis 2015, le spread belge par rapport à l'Allemagne a continué à fluctuer entre 30 et 50 points de base. Les différents programmes d'achat de la BCE ont également permis de limiter les spreads de l'Italie et de l'Espagne par rapport à l'Allemagne.

Depuis le début de l'année 2022, le spread belge par rapport à l'Allemagne suit une tendance légèrement à la hausse. Actuellement, le spread belge est d'environ 65 points de base. Les spreads italien et espagnol ont aussi également augmenté, dans une plus forte mesure que le spread belge. Selon M. Van Parys, cette augmentation du spread mérite qu'on y accorde l'attention nécessaire, mais n'est pas alarmante dans l'immédiat.

En ce qui concerne la gestion de la dette, l'orateur souligne que la maturité moyenne de la dette fédérale est passée de 6 ans en 2007 à 10 ans en 2022 (voir diapositive 7). Plus la maturité de la dette est longue, moins la dette devra être financée chaque année et plus les coûts d'intérêt augmenteront lentement en cas de hausse des taux d'intérêt. La maturité allongée de la dette fédérale retardera donc l'effet de la hausse des taux.

L'échéancier de la dette à long terme (OLO) à refinancer par l'administration fédérale montre que les charges d'intérêt augmenteront à la suite de l'augmentation des taux d'intérêt (voir diapositive 8).

de langetermijnrente boven de impliciete uitstijgt, zullen de rentelasten toenemen.

De heer Van Parys wijst er verder op dat de toename van de Belgische spread voor de 10-jaarrente ten opzichte van Duitsland beperkt blijft (zie slide 6). Deze spread is een goede maatstaf voor de risicopremie die een land moet betalen voor zijn overheidspapier. In het begin van de euro waren de spreads tussen de verschillende eurolanden zeer laag. De financiële markten geloofden dat er dankzij de euro geen risico op wanbetaling meer was in de verschillende landen. Bij het begin van de financiële crisis in 2008 begonnen de financiële markten zich te realiseren dat er toch verschillen bestaan tussen de landen. Vooral de Zuidoerse landen zoals Italië en Spanje hebben dan ondervonden dat de financiële markten weinig vertrouwen hadden in hun begrotingsbeleid. Ook België heeft deze druk van de financiële markten gevoeld in 2011 toen de spread met de Duitse Bund opliep tot 3 procentpunten. De ECB is dan tussengekomen onder het motto van "*whatever it takes*" om de euro te redden. In combinatie met het voorleggen van een saneringsplan door de Belgische overheid is de kalmte op de financiële markten teruggekeerd.

Vanaf 2015 is de Belgische spread ten opzichte van Duitsland blijven fluctueren tussen 30 en 50 basispunten. De verschillende aankoopprogramma's van de ECB hebben ervoor gezorgd dat ook de Italiaanse en Spaanse spread ten opzichte van Duitsland beperkt zijn gebleven.

Sinds het begin van 2022 zit de Belgische spread ten opzichte van Duitsland in licht stijgende lijn. Momenteel bedraagt de Belgische spread ongeveer 65 basispunten. Ook de Italiaanse en Spaanse spread zijn toegenomen en in sterkere mate dan de Belgische spread. Deze stijgende spread verdient volgens de heer Van Parys wel de nodige aandacht maar is niet onmiddellijk onrustwekkend.

Wat het schuldbeheer betreft wijst de spreker erop dat de gemiddelde looptijd van de federale schuld gestegen is van 6 jaar in 2007 naar 10 jaar in 2022 (zie slide 7). Hoe langer de looptijd van de schuld hoe minder schuld er jaarlijks moet worden gefinancierd en hoe minder snel de rentelasten zullen stijgen bij een stijgende rente. De langere looptijd van de federale schuld zal het effect van de rentestijgingen dus vertragen.

De vervaldagenkalender van de te herfinancieren langetermijnschuld (OLO) door de federale overheid toont aan dat rentelasten zullen stijgen ten gevolge van de stijgende rente (zie slide 8).

La ventilation de la dette brute consolidée des administrations publiques par détenteur montre qu'environ la moitié de la dette belge est détenue par des non-résidents (voir diapositive 9). La part de la dette publique belge détenue par la BNB a augmenté depuis 2015. Depuis 2015, la BNB met en œuvre la politique monétaire de la BCE dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*Asset Purchase Programme*, APP). Cette tendance a encore été renforcée en 2020 et en 2021 par le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP). Grâce à ces deux programmes d'achat, la BNB détenait environ 21 % de la dette publique belge en 2021.

L'orateur explique que la dette détenue par la banque centrale de notre pays a également des conséquences sur nos finances publiques. La dette publique détenue par la BNB doit être considérée comme une dette à court terme en ce qui concerne les taux d'intérêt. Si la BNB achète de la dette publique belge à long terme, cela représente une conversion de la dette à long terme en dette à court terme (swap). Si la BNB achète la dette à long terme, le gouvernement belge paiera ce taux d'intérêt à long terme à la BNB. Les intérêts perçus par la BNB seront reversés aux finances publiques belges sous forme de dividendes. Pour racheter cette dette, la BNB a dû émettre des réserves sur lesquelles un taux d'intérêt à court terme (taux de dépôt) doit être payé. Si le taux de dépôt augmente, le dividende de la BNB diminuera, ce qui réduira les recettes de l'État.

L'orateur approfondit ensuite l'impact de la crise du coronavirus sur la gestion de la dette. Au printemps 2019, l'Agence de la dette prévoyait que les besoins bruts de financement (d'une part, le financement de la dette à long terme arrivant à échéance et d'autre part, le financement du déficit budgétaire) seraient d'environ 25 milliards d'euros pour 2022 et d'environ 30 milliards d'euros pour 2024. Cependant, les prévisions de l'Agence de la dette au printemps 2022, c'est-à-dire après la crise du coronavirus, contiennent des chiffres très différents. Ainsi, l'Agence de la dette prévoit désormais, pour 2022, un quasi-doublement des besoins bruts de financement, qui atteindront 50 milliards d'euros (voir diapositive 10). La hausse des taux d'intérêt entraînera plus rapidement une augmentation des charges d'intérêt en raison de l'accroissement des déficits. Les besoins bruts de financement plus importants que prévu rendent également notre pays plus vulnérable du point de vue de la liquidité. Si une panique devait se déclencher sur les marchés financiers, un problème de liquidité pourrait survenir plus rapidement pour la Belgique.

De uitsplitsing van de geconsolideerde brutoschuld van de overheid naar houder toont aan dat ongeveer de helft van de Belgische schuld in handen is van niet-Belgische ingezetenen (zie slide 9). Het aandeel van de Belgische overheidsschuld dat wordt aangehouden door de NBB is toegenomen sinds 2015. Sinds 2015 voert de NBB het monetaire beleid van de ECB uit in het kader van het *Asset Purchase Programme* (APP). Deze tendens werd in 2020 en 2021 nog versterkt door het *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Beide aankoopprogramma's hebben ertoe geleid dat de NBB in 2021 ongeveer 21 % van de Belgische overheidsschuld in handen had.

De spreker legt uit die schuld dat wordt aangehouden door de eigen centrale bank ook consequenties heeft voor de overheidsfinanciën. Overheidsschuld in handen van de NBB moet gezien worden als schuld met een korte looptijd wat betreft de rente. Als de NBB Belgische overheidsschuld op lange termijn aankoopt vertegenwoordigt dat een omzetting van lange termijn-schuld naar korte termijnschuld (swap). Als de NBB de langetermijnschuld opkoopt zal de Belgische overheid die langetermijnrente betalen aan de NBB. De rente die de NBB ontvangt zal via dividenden terugvloeien naar de overheidsfinanciën van België. Voor het opkopen van die schulden heeft de NBB daarvoor reserves moeten uitgeven waarop een kortetermijnrente (depositorente) moet worden betaald. Door het toenemen van de depositorente zal het dividend van de NBB dalen waardoor de inkomsten van de overheid zullen dalen.

Vervolgens gaat de spreker dieper in op het effect van de coronacrisis op het schuldbeheer. In de lente van 2019 verwachtte het Agentschap van de Schuld dat de brutofinancieringsbehoeften (enerzijds de financiering van de langetermijnschuld die op vervaldag komt en anderzijds de financiering van het begrotingstekort) voor 2022 ongeveer 25 miljard euro zouden bedragen en voor 2024 ongeveer 30 miljard euro. De voorjaarsprognoses van 2022 van het Agentschap van de Schuld, dus na de coronacrisis, tonen echter heel andere cijfers. Zo voorziet het Schuldagentschap nu voor 2022 een quasi verdubbeling van de brutofinancieringsbehoeften tot 50 miljard euro (zie slide 10). De stijgende rente zal door de grotere tekorten sneller leiden tot een toename van de rentelasten. De groter dan verwachte brutofinancieringsbehoeften maakt ons land ook kwetsbaarder vanuit liquiditeitsoogpunt. Als er paniek zou ontstaan op de financiële markten kan er zich voor België dan sneller een liquiditeitsprobleem stellen.

C. Impact des taux d'intérêt sur la dette publique

M. Van Parys indique que l'on peut distinguer trois périodes en ce qui concerne le taux d'endettement depuis 2000. Au cours de la première période, de 2000 à 2007, le taux d'endettement est passé de 110 % à 90 % du PIB. Au cours de la deuxième période, de 2008 à début 2020 (c'est-à-dire du début de la crise financière au début de la crise du coronavirus), le taux d'endettement est repassé au-dessus de 100 %. A partir de 2014, le taux d'endettement était de nouveau un petit peu plus bas mais le niveau d'endettement avant la crise financière n'a jamais été atteint. Au cours de la troisième période (à partir du début de la crise du coronavirus), le taux d'endettement a d'abord fortement augmenté pour atteindre 112 % du PIB avant de retomber quelque peu à 105 % actuellement grâce à une forte croissance nominale. À politique inchangée, la BNB s'attend à ce que le taux d'endettement augmente encore pour atteindre 125 % à 130 % du PIB dans la décennie à venir (diapositive 11).

Par rapport à la zone euro, la Belgique s'est légèrement mieux comportée en ce qui concerne le taux d'endettement après la crise financière de 2007. Cependant, on observe une nette divergence entre le taux d'endettement belge et le taux d'endettement moyen de la zone euro pour les années à venir: le taux d'endettement de la Belgique est clairement en hausse alors que la moyenne est à la baisse dans la zone euro (diapositive 11).

M. Van Parys explique que la BNB a basé ses simulations sur plusieurs hypothèses. Pour les prévisions de printemps 2022-2024, la BNB s'est fondée sur les estimations de juin 2022 clôturées le 20 mai. À partir de 2023, l'évolution des taux d'intérêt observée dans la première moitié de juin a été prise en compte. Pour les simulations de 2025 et des années suivantes, la BNB s'est fondée sur l'hypothèse que le solde primaire (déficit budgétaire sans les charges d'intérêt) restera stable, exception faite du coût du vieillissement, qui augmentera de 0,2 % du PIB chaque année. Sur une période de 6 à 7 ans, cela représente une détérioration du déficit primaire de plus de 1 % du PIB. En ce qui concerne la croissance et l'inflation, la BNB s'est fondée sur les attentes du Comité d'étude sur le vieillissement: croissance annuelle de 1,3 % et inflation annuelle d'environ 2 %.

L'orateur aborde ensuite la dynamique de la dette (diapositive 12). Tant que la variation de la dette est négative, la dette diminue et vice versa. La première période de 2000 à 2007 s'est caractérisée par une dynamique d'endettement négative. Entre 2007 et 2020, la dynamique de la dette a d'abord été positive, puis

C. De impact van de rente op de overheidsschuld

De heer Van Parys geeft aan dat er wat betreft de schuldgraad sinds 2000 drie periodes vallen te onderscheiden. In de eerste periode van 2000 tot 2007 is de schuldgraad gezakt van 110 % van het bbp naar 90 % van het bbp. In de tweede periode van 2008 tot begin 2020 (dus van het begin van de financiële crisis tot het begin van de coronacrisis) is de schuldgraad terug opgelopen boven de 100 %. Vanaf 2014 was de schuldgraad terug iets lager maar het schuldniveau van voor de financiële crisis werd niet meer bereikt. In de derde periode (vanaf het begin van de coronacrisis) is de schuldgraad eerst sterk gestegen tot 112 % van het bbp om nadien wat af te nemen tot 105 % momenteel omwille van de sterke nominale groei. Bij ongewijzigd beleid verwacht de NBB dat de schuldgraad het komende decennium verder zal stijgen tot 125 % à 130 % van het bbp (zie slide 11).

Vergeleken met het eurogebied heeft België het op vlak van de schuldgraad iets beter gedaan na de financiële crisis van 2007. Voor de komende jaren is er wel een duidelijke divergentie merkbaar tussen de Belgische schuldgraad en de gemiddelde schuldgraad van het eurogebied: De schuldgraad van België gaat duidelijk in stijgende lijn, terwijl het gemiddelde van het eurogebied een dalende tendens vertoont (zie slide 11).

De heer Van Parys verduidelijkt dat de NBB zich voor de simulaties heeft gebaseerd op een aantal veronderstellingen. Voor de voorjaarsprognoses 2022-2024 heeft de NBB zich gebaseerd op de ramingen van juni 2022 die werden afgesloten op 20 mei. Vanaf 2023 wordt rekening gehouden met de renteontwikkelingen die zichtbaar waren in de eerste helft van juni. Voor de simulaties voor 2025 en de jaren nadien is de NBB uitgegaan van de veronderstelling dat het primair saldo (het begrotingstekort zonder de rentelasten) stabiel blijft behalve de vergrijzingskosten die jaarlijks met 0,2 % van het bbp toenemen. Over een periode van 6 à 7 jaar gaat het om een verslechtering van het primair tekort met meer dan 1 % van het bbp. Wat de groei en inflatie betreft heeft de NBB zich gebaseerd op de verwachtingen van de Studiecommissie voor de Vergrijzing: een jaarlijkse groei van 1,3 % en een jaarlijkse inflatie van ongeveer 2 %.

Vervolgens gaat de spreker in op de schulddynamiek (zie slide 12). Zolang de verandering van de schuld negatief is, daalt de schuld en omgekeerd. Zo wordt de eerste periode van 2000 tot 2007 gekenmerkt door een negatieve schulddynamiek. In de periode van 2007 tot 2020 was de schulddynamiek eerst positief om nadien weer negatief

elle est redevenue négative à partir de 2015. À partir de 2020, une forte dynamique de la dette à la hausse a été observée, puis une baisse à partir de 2021. À partir de 2024, la dynamique de la dette redeviendra positive, ce qui se traduira bien sûr par l'augmentation de la dette.

La décomposition de la dynamique de la dette publique met en évidence les facteurs responsables de l'évolution de la dette (voir également la diapositive 12). L'orateur passe successivement en revue les quatre facteurs suivants:

Tout d'abord, l'orateur mentionne les facteurs exogènes non liés au solde public mais qui affectent néanmoins directement la dette.

Deuxièmement, l'orateur mentionne l'effet dénominateur, qui exprime l'impact de l'augmentation du PIB nominal sur le taux d'endettement. Lorsque le dénominateur du ratio d'endettement augmente, le taux d'endettement diminue. Lorsque la croissance augmente, le taux d'endettement diminue normalement chaque année en pourcentage du PIB. Lorsque le PIB diminue en raison de récessions, le ratio d'endettement augmente effectivement (voir la récession de 2009 et de 2020).

Troisièmement, l'orateur mentionne la charge d'intérêts représentée par le taux implicite. Ce taux implicite est passé d'environ 6 % du PIB en 2000 à 1,5 % du PIB cette année. Compte tenu de la hausse des taux d'intérêt, la charge d'intérêts devrait à nouveau augmenter pour atteindre environ 3 % du PIB d'ici 2030.

Quatrièmement, l'orateur mentionne le solde primaire, qui traduit le déficit budgétaire sans les charges d'intérêt. En 2000, il y avait encore un excédent primaire de 6 % du PIB. Au fil des ans, cet excédent a disparu, puis il s'est transformé en un déficit primaire. Dès que le solde primaire devient négatif, il commence à contribuer à l'augmentation de la dette publique. Le déficit primaire est actuellement d'environ 3 % du PIB mais, selon les simulations de la BNB, il passera à 4 % du PIB vers la fin de la période de simulation.

L'orateur conclut en indiquant que le solde primaire contribue significativement à l'augmentation de la dette. Le solde primaire et les charges d'intérêt constituent ensemble le solde budgétaire. En 2000, le budget était équilibré. Depuis 2008, le solde budgétaire a presque toujours été négatif en dépit de la baisse des charges d'intérêt. La baisse des charges d'intérêt n'a pas été mise à profit pour réduire le taux d'endettement mais pour permettre la détérioration du solde primaire. Compte tenu du coût croissant du vieillissement et de l'augmentation des charges d'intérêt, il sera difficile d'inverser cette dynamique dans les années à venir.

te worden vanaf 2015. Vanaf 2020 is er een sterke opwaartse schulddynamiek merkbaar met een daling vanaf 2021. Vanaf 2024 wordt de schulddynamiek weer positief wat zich uiteraard vertaalt in de toename van de schuld.

De uitsplitsing van de overheidsschulddynamiek geeft de factoren weer die verantwoordelijk zijn voor de verandering van de schuld (zie ook slide 12). De spreker overloopt achtereenvolgens de vier factoren:

Ten eerste zijn er de exogene factoren, namelijk factoren die geen betrekking hebben op het overheidssaldo maar de schuld wel rechtstreeks beïnvloeden.

Ten tweede is er het noemereffect, dit is de impact van de toename van het nominale bbp op de schuldgraad. Als de noemer van de schuldratio toeneemt, daalt de schuldgraad. Door de groei, verlaagt de schuldgraad normaal jaarlijks in % van het bbp uitgedrukt. Als het bbp daalt door recessies zal de schuldratio inderdaad toenemen (zie de recessie in 2009 en 2020).

Ten derde zijn er de rentelasten die het verloop geven van de impliciete rente. Deze impliciete rente is gezakt van ongeveer 6 % van het bbp in 2000 naar 1,5 % van het bbp dit jaar. Door de toename van de rentevoeten wordt verwacht dat de rentelasten tegen 2030 weer zullen stijgen naar ongeveer 3 % van het bbp.

Ten vierde is er het primair saldo, dit is het begrotingstekort zonder de rentelasten. In 2000 was er nog sprake van een primair overschot van 6 % van het bbp. Dit primair overschot is in de loop der jaren verdwenen en geëvolueerd naar een primair tekort. Zodra het primair saldo negatief wordt, begint het bij te dragen aan de toename van de overheidsschuld. Het primair tekort bedraagt momenteel ongeveer 3 % van het bbp maar zal volgens de simulaties van de NBB evolueren naar 4 % van het bbp tegen het einde van de simulatieperiode.

De spreker besluit dat het primair saldo sterk bijdraagt aan de toename van de schuld. Het primair saldo en de rentelasten samen geven het begrotingssaldo. In 2000 was er sprake van een begrotingsevenwicht. Vanaf 2008 is er bijna altijd een negatief begrotingssaldo geweest ondanks de daling van de rentelasten. De daling van de rentelasten is niet gebruikt om de schuldgraad te verlagen maar om het primair saldo te laten verslechteren. Door de toenemende vergrijzingskosten en de toenemende rentelasten zal het de komende jaren moeilijk worden om deze dynamiek te keren.

Quand on additionne les charges d'intérêt et l'effet dénominateur, on obtient la dynamique intérêt-croissance (i-c) (diapositive 13). La dynamique intérêt-croissance est constituée de facteurs que les pouvoirs publics ne contrôlent guère et qui sont davantage déterminés par les évolutions macroéconomiques: charges d'intérêt et croissance économique. La dynamique intérêt-croissance est également appelée l'effet boule de neige de la dynamique de la dette. Lorsque cette dynamique est positive – lorsque le taux implicite est donc supérieur à la croissance nominale –, elle a un effet à la hausse sur la dette et donc un effet boule de neige. Lorsque cette dynamique est négative – lorsque le taux implicite est inférieur à la croissance nominale –, elle a un effet à la baisse sur la dette et un effet boule de neige inversé.

Au cours de la période 2000-2007, le taux d'intérêt implicite de la dette était supérieur à la croissance nominale, ce qui a entraîné une dynamique intérêt-croissance à la hausse. Cette situation n'est pas favorable à l'égard de la dette car elle crée un effet boule de neige des intérêts. Sans excédent primaire, elle entraîne une détérioration du taux d'endettement. Grâce à l'excédent primaire, le taux d'endettement a néanmoins pu diminuer au cours de la période 2000-2007.

Sous l'impulsion de la politique monétaire de la BCE, la dynamique intérêt-croissance est devenue plus favorable depuis 2010. Depuis 2015, grâce au programme APP (*asset purchase programme*), le taux d'intérêt implicite est inférieur à la croissance nominale du PIB. Combinée à un excédent primaire, cette situation a induit une baisse du taux d'endettement au cours de la période 2017-2018.

Pour la période postérieure à 2022, la BNB prévoit, malgré la hausse des taux d'intérêt, un environnement macroéconomique favorable, c'est-à-dire un taux d'intérêt implicite inférieur au niveau de la croissance nominale. Les simulations s'appuient à cet égard sur une augmentation du taux implicite de 2,5 à 2,7 % et sur une croissance nominale de 3,3 %. Malgré une dynamique intérêt-croissance à la baisse, une dynamique de la dette à la hausse est attendue en raison du déficit primaire élevé attendu. En allongeant la dette, la Belgique a réussi à maintenir le taux d'intérêt implicite à un niveau relativement bas.

Toutefois, en cas de ralentissement soudain de la croissance ou de forte hausse des taux, la dynamique positive intérêt-croissance pourrait rapidement disparaître. L'orateur présente ensuite un aperçu historique de la dynamique intérêt-croissance (diapositive 14). Durant la première moitié des années 1970, le taux d'intérêt implicite était beaucoup plus faible que la croissance nominale. La dynamique intérêt-croissance était donc

Wanneer de rentelasten en het noemereffect worden samengenomen bekomt men de rente-groeidynamiek (r-g) (zie slide 13). Deze rente-groeidynamiek bestaat uit factoren waarop de overheid niet veel vat heeft en wordt meer gedreven door macro-economische ontwikkelingen namelijk de rentelasten en de economische groei. Deze rente-groeidynamiek wordt ook het sneeuwbaaleffect van de schulddynamiek genoemd. Als deze rente-groeidynamiek positief is, dus als de impliciete rente hoger is dan de nominale groei is er sprake van een opwaarts effect op de schuld en dus een sneeuwbaaleffect. Als deze rente-groeidynamiek negatief is, dus als de impliciete rente lager is dan de nominale groei is er een neerwaarts effect op schuld en is er sprake van het omgekeerd sneeuwbaaleffect.

In de periode 2000-2007 was de impliciete rente op de schuld hoger dan de nominale groei, waardoor er een opwaartse rente-groeidynamiek was. Deze situatie is niet gunstig voor de schuld omdat er dan sprake is van een rentesneeuwbal. Zonder primair overschot zou er dan sprake van een verslechtering van de schuldgraad. Dankzij het primair overschot is men er in de periode 2000-2007 toch in geslaagd om de schuldgraad te verlagen.

Onder impuls van het monetair beleid van de ECB is sinds 2010 de rente-groeidynamiek gunstiger geworden. Sinds 2015 met het APP is de impliciete rente lager dan de nominale groei van het bbp. Gecombineerd met een primair overschot heeft dit in de periode 2017-2018 geleid tot een daling van de schuldgraad.

Voor de periode na 2022 verwacht de NBB ondanks de stijgende rente een gunstige macro-economische omstandigheid, namelijk een impliciete rente die zich onder het niveau bevindt van de nominale groei. De simulaties gaan daarbij uit van een stijging van de impliciete rente naar 2,5 à 2,7 %, terwijl de nominale groei zou uitkomen op 3,3 %. Ondanks een neerwaartse rente-groeidynamiek is er toch een opwaartse schuld-dynamiek door het hoge te verwachten primair tekort. Door een verlenging van de schuld is België erin geslaagd om de impliciete rente relatief laag te houden.

Bij een plotse vertraging van de groei of een sterke stijging van de rente kan de positieve rente-groeidynamiek echter snel verdwijnen. De spreker geeft verder een historisch overzicht van de rente-groeidynamiek (zie slide 14). In de eerste helft van de jaren zeventig was de impliciete rente veel lager dan de nominale groei en was er dus sprake van een negatieve rente-groeidynamiek met een automatische daling van de

négative et s'accompagnait d'une baisse automatique du taux d'endettement. À la fin des années 1970, la Belgique a dû augmenter ses taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation. De la fin des années 1970 à 2015, le taux d'intérêt implicite était supérieur à la croissance nominale. La dynamique intérêt-croissance était donc positive, ce qui a induit une hausse du taux d'endettement. L'orateur conclut en indiquant que, dans un passé récent, la dynamique intérêt-croissance n'a donc certainement pas toujours été favorable. Depuis 2015, la dynamique intérêt-croissance est à nouveau favorable (c'est-à-dire négative), mais la situation pourrait s'inverser rapidement.

La simulation suivante se fonde sur l'hypothèse d'une nouvelle augmentation de 2 % du taux d'intérêt à dix ans des OLO à partir de 2023. En 2030, le taux d'intérêt s'établirait alors à 4,7 %. Cette hausse des taux d'intérêt entraînerait une disparition rapide de la dynamique intérêt-croissance et le taux d'endettement augmenterait plus rapidement (diapositive 15). M. Van Parys indique que cette situation serait risquée pour la viabilité des finances publiques car la dynamique intérêt-croissance est explosive. Plus le taux d'endettement est élevé, plus l'effet de la dynamique intérêt-croissance est puissant. Lorsque la dynamique intérêt-croissance est négative, elle atténue davantage le taux d'endettement plus il est élevé. Inversement, une dynamique intérêt-croissance positive entraîne une augmentation du taux d'endettement d'autant plus rapide qu'il est élevé. Il vaut donc mieux éviter ce scénario, selon M. Van Parys. Cependant, dès lors que ce scénario dépend principalement de facteurs externes, il importe de s'assurer que le solde primaire est sous contrôle au cas où ce scénario se produirait néanmoins à l'avenir.

Enfin, l'orateur formule quelques conclusions:

- le déficit budgétaire structurel et le taux d'endettement élevés placent la Belgique dans une situation initiale défavorable;
- la période des taux d'intérêt ultra bas est terminée bien que, dans une perspective historique, la hausse des taux d'intérêt soit, jusqu'à présent, limitée;
- grâce à l'allongement de la durée de la dette, la charge d'intérêt n'augmentera que progressivement;
- l'augmentation de la charge d'intérêt requiert un effort plus important à l'égard du solde budgétaire primaire afin d'inverser la dynamique ascendante de la dette;
- l'inversion de la dynamique ascendante de la dette par une amélioration structurelle du solde primaire est

schulddraad. Eind de jaren zeventig heeft de België de rente moeten verhogen om de inflatie te bestrijden. Vanaf einde de jaren zeventig tot 2015 lag de impliciete rente hoger dan de nominale groei en was er dus positieve rente-groeidynamiek wat geleid heeft tot een stijging van de schulddraad. De spreker besluit dat in het recente verleden er dus zeker niet altijd sprake was van een gunstige rente-groeidynamiek. Vanaf 2015 is deze rente-groeidynamiek opnieuw gunstig (dus negatief) maar de situatie kan snel omkeren.

In een volgende simulatie wordt uitgegaan van het scenario dat de OLO-tienjaarsrente vanaf 2023 nog eens 2 % hoger zou liggen. Dit zou betekenen dat de rente tegen 2030 op 4,7 % zou staan. Door de stijgende rente zal de gunstige rente-groeidynamiek snel verdwijnen en zal de schulddraad sneller toenemen (slide 15). De heer Van Parys geeft aan dat dergelijke situatie risicovol zou zijn voor de houdbaarheid van de openbare financiën omdat de rente-groeidynamiek explosief werkt. Hoe hoger de schulddraad is hoe sterker het effect is van de rente-groeidynamiek. Als de rentegroeidynamiek negatief is, zal die ook de schulddraad meer temperen naarmate die hoger is. Omgekeerd zal een rente-groeidynamiek die positief is, de schulddraad sneller doen toenemen naarmate die hoger is. Dergelijk scenario is dus eerder te vermijden volgens de heer Van Parys maar is vooral afhankelijk van externe factoren. Daarom is het van belang om ervoor te zorgen dat het primair saldo onder controle is voor het geval dat dergelijk scenario zich in de toekomst toch zou voordoen.

Tot slot komt de spreker tot een aantal conclusies:

- Door het hoge structurele begrotingstekort en de hoge schulddraad bevindt België zich in een ongunstige uitgangssituatie;
- De periode van uiterst lage rentetarieven is voorbij, hoewel vanuit historisch perspectief de stijging van de rentetarieven tot dusver beperkt is;
- Dankzij de verlenging van de looptijd van de schuld zal de rentelast slechts geleidelijk toenemen;
- De toename van de rentelast zal een grotere inspanning van het primair begrotingssaldo vergen teneinde de opwaartse schulddynamiek om te buigen;
- De ombuiging van de opwaartse schulddynamiek door een structurele verbetering van het primair saldo is

nécessaire pour préserver la viabilité de la dette publique et pour pouvoir absorber un choc négatif supplémentaire.

II. — QUESTIONS DES MEMBRES

M. Sander Loones (N-VA) constate tout d'abord que le contexte de taux d'intérêt extrêmement bas a été trop peu mis à profit ces dernières années pour mener les réformes indispensables. La Suédoise a procédé à des réformes, mais trop peu. En bref, la classe politique doit, dans sa globalité, en tirer les leçons. Tous les graphiques que l'intervenant a consultés l'amène à la conclusion que l'on ne réforme que lorsqu'on a le couteau sous la gorge. Il craint que l'on va sous peu de nouveau se retrouver avec le couteau sous la gorge et que la pression réformatrice va s'intensifier. Il est dès lors d'autant plus regrettable que l'on ait gâché des occasions ces dernières années de mener les réformes qui s'imposent.

L'intervenant constate en outre qu'en voulant au maximum allonger la durée de la dette, la Suédoise a fait le bon choix. Ce choix stratégique n'a toutefois pas conduit à mener les réformes nécessaires. L'évolution socio-économique actuelle, ainsi que les prévisions du second semestre indiquent une conjoncture économique dans le rouge et donc potentiellement négative. La BNB a-t-elle déjà, dans ses modélisations, également effectué des simulations basées sur des évolutions économiques moins favorables?

Ces dernières années, la BNB a systématiquement racheté une part plus importante de la dette publique nationale. Cela veut dire que ces dernières années, les banques centrales ont donc intégré beaucoup plus de risques dans leurs bilans. En termes de crise monétaire, il semble que le risque aujourd'hui repose moins sur les banques (commerciales) que sur les banques centrales. La BNB dispose-t-elle d'une base de capitaux suffisamment solide, étant donné qu'elle assume de plus en plus de dette de l'État belge, ainsi que le risque qui y est lié?

L'intervenant aborde ensuite la décision radicale de la BCE de freiner la fragmentation de la zone euro. Le 15 juin, la BCE a décidé de recourir à nouveau aux opérations monétaires sur titres (OMT), mais sans y assortir de responsabilisation. Jusqu'à présent, il a été tenu compte, dans le cadre de l'assouplissement quantitatif (Q.E.), des relations entre les États membres en raison du retour à la clé de répartition du capital. Cette situation semble désormais appelée à changer, ce qui laisse penser qu'un soutien accru sera accordé

noodzakelijk om de houdbaarheid van de overheidsschuld te waarborgen en in staat te zijn een extra negatieve schok op te vangen.

II. — VRAGEN VAN DE LEDEN

De heer Sander Loones (N-VA) stelt vooreerst vast dat de context van extreem lage rente de afgelopen jaren te weinig is aangewend om de boordnodige hervormingen door te voeren. De Zweedse regering heeft hervormd maar te weinig. Kortom, politici moeten, als volledige beroepsklasse, hieruit lessen trekken. Uit alle grafieken die de spreker heeft gezien kan hij slechts besluiten dat er slechts hervormd wordt wanneer het mes op de keel staat. Hij vreest dat het mes binnenkort opnieuw op de keel zal staan en dat de druk om te hervormen zal toenemen. Daarom is het des te jammer dat er de afgelopen jaren kansen verspeeld zijn om de nodige hervormingen door te voeren.

Daarnaast stelt de spreker vast dat het een goede keuze is geweest van de Zweedse regering om maximaal in te zetten op het verlengen van de looptijd van de schuld. Dankzij deze beleidskeuze werden de nodige hervormingen echter niet doorgevoerd. De huidige socio-economische evolutie alsook de voorspellingen voor de tweede jaarhelft wijzen erop dat de economische conjunctuur rood en dus negatief zou kunnen kleuren. Heeft de NBB in haar modellen ook reeds simulaties gemaakt op basis van minder gunstige economische evoluties?

De afgelopen jaren heeft de NBB stelselmatig een groter deel van de nationale overheidsschuld in haar bezit genomen. Dit betekent dat de centrale banken de afgelopen jaren dus heel wat meer risico binnen hun balansen hebben gebracht. Ten opzichte van de monetaire crisis lijkt het erop dat het risico vandaag niet zozeer bij de banken dan wel bij de centrale banken zit. Is de kapitaalsbasis van de NBB voldoende solide gelet op het feit dat de NBB meer en meer drager wordt van Belgische overheidsschuld en ook van het risico dat daaraan verbonden is?

Vervolgens haakt de spreker in op de ingrijpende beslissing van de ECB om de fragmentatie van de eurozone af te remmen. De ECB besloot op 15 juni om terug te grijpen naar de *Outright Monetary Transactions* (OMT) maar zonder de responsabilisering eraan te koppelen. Tot op heden werd er in het kader van de *Quantitative Easing* (QE) rekening gehouden met de verhoudingen tussen lidstaten omdat teruggescrepen werd naar de *capital key*. Dit lijkt thans te zullen veranderen waarbij men in eerste instantie kan aannemen dat er meer steun

aux pays dont la dette souveraine est élevée, notamment la Belgique et les pays du sud de l'Europe. Tout semble toutefois indiquer que la BCE soutiendra principalement les pays confrontés à un *spread* important afin de réduire les différentiels de taux d'intérêt. À cet égard, la Belgique est toutefois moins concernée pour l'instant. En conséquence, elle pourrait se retrouver dans une situation où elle n'aurait plus rien à gagner, mais devrait endosser la responsabilité des dettes des pays du sud de l'Europe. Il s'agit d'un transfert monétaire que l'intervenant juge contraire, d'un point de vue juridique, aux traités européens actuellement en vigueur. Comment M. Van Parys évalue-t-il ce choix stratégique de la BCE en ce qui concerne le *spread* et la stabilité du système monétaire?

L'intervenant estime, enfin, que bon nombre de citoyens de ce pays se demandent comment les taux d'intérêt évolueront sur le livret d'épargne, dès lors que les taux d'intérêt à long terme ont fortement augmenté ces derniers mois. Quelle sera, selon M. Van Parys, l'évolution des taux d'intérêt sur le livret d'épargne à court terme?

L'intervenant demande également de plus amples informations sur les tests de résistance auxquels sont soumises les banques européennes. L'intervenant en a entendu peu parler ces dernières semaines et ces derniers mois. M. Van Parys pourrait-il faire le point sur ces tests censés mesurer la robustesse des banques en cette période difficile?

M. Dieter Vanbesien (*Ecolo-Groen*) fait observer que l'exposé de M. Van Parys ne l'a pas vraiment mis en joie, mais il ne s'y attendait pas non plus. M. Loones a déclaré que les responsables politiques ne se lancent dans des réformes que lorsqu'ils ont le couteau sous la gorge. L'intervenant craint que cette affirmation soit partiellement vraie, même s'il le déplore personnellement.

La novation de la dette n'atteignant que 10 % par an, les taux d'intérêt implicites de celle-ci réagiront plus lentement aux fluctuations à la hausse et à la baisse. Sachant que ces taux d'intérêt sont repartis à la hausse, ne serait-il pas opportun d'essayer de refinancer aujourd'hui une part plus importante de la dette pour profiter encore des taux relativement bas?

La diapositive 10 montre qu'à cause de la crise sanitaire, les besoins de financement de la dette ont pratiquement doublé à partir de 2022. L'intervenant ne comprend pas bien pourquoi. Est-ce uniquement dû au fait que la pandémie a généré des dettes supplémentaires? Ou y a-t-il une autre explication?

La dernière partie de la présentation était consacrée à un exercice de simulation détaillé sur l'évolution

zal gaan naar landen met een hoge overheidsschuld, waaronder België en de Zuid-Europese landen. Het ziet er echter naar uit dat de ECB vooral steun zal verlenen aan landen die kampen met een grote spread teneinde de renteversillen te verkleinen. Dat is echter vooralsnog minder van toepassing op België. Hierdoor zou het wel eens kunnen dat België van geen enkel walletje zal kunnen eten maar wel verantwoordelijkheid zal moeten opnemen voor schulden uit Zuid-Europese landen. Dit is een monetaire transfer die volgens de spreker op juridisch vlak in conflict treedt met de vigerende Europese verdragen. Hoe schat de heer Van Parys deze beleidskeuze van de ECB met betrekking tot de spread en de stabiliteit van het monetaire systeem in?

Tot slot meent de spreker dat heel wat burgers van dit land zich afvragen hoe de rente op het spaarboekje zal evolueren nu de langetermijnrente de afgelopen maanden een flinke stijging heeft gekend. Hoe schat de heer Van Parys de evolutie van de rente op het spaarboekje in op korte termijn?

Daarnaast wenst de spreker ook meer informatie over de stresstests waaraan de Europese banken onderworpen worden. Hierover heeft de spreker de afgelopen weken en maanden weinig gehoord. Kan de heer Van Parys meer recente informatie verschaffen over deze stresstesten die de robuustheid van de banken in deze uitdagende tijden moeten meten?

De heer Dieter Vanbesien (*Ecolo-Groen*) merkt op dat hij niet echt vrolijk is geworden van de uiteenzetting van de heer Van Parys, maar dat had de spreker ook niet verwacht. De heer Loones zegt dat politici beginnen te hervormen wanneer het mes op de keel staat. De spreker vreest dat daar wel wat waarheid in zit, hoezeer hij dat ook persoonlijk betreurt.

Slechts 10 % van de schuld wordt jaarlijks hernieuwd, waardoor de impliciete rente van de schuld trager zal reageren op dalingen en stijgingen. Aangezien we weten dat die rente terug stijgt, is het dan niet aan te raden om te proberen om vandaag een groter deel van de schuld te herfinancieren, om nog te profiteren van de relatief lage rente?

Slide 10 toont dat de impact van de coronacrisis bijna een verdubbeling van de financieringsbehoefte van de schuld vanaf 2022 inhoudt. De spreker heeft niet goed begrepen waarom dat zo is. Is dat enkel door bijkomende schuld omwille van de COVID-19-crisis? Of is daar een andere reden voor?

Het laatste deel van de presentatie was een uitgebreide simulatieoefening betreffende de evolutie van

du taux d'endettement vers les 130 % en 2030 et les déficits primaires à politique inchangée. À cet égard, M. Van Parys a expliqué qu'il fonde cette projection sur différentes prémisses telles qu'une augmentation des coûts du vieillissement, l'évolution des taux d'intérêt implicites, etc. M. Van Parys dispose-t-il d'un document élaboré, comprenant les hypothèses, la signification des paramètres et le raisonnement, qui explique cette simulation en détail?

M. Benoît Piedboeuf (MR) loue la clarté limpide de l'exposé de M. Van Parys. Il constate par ailleurs qu'il est surtout important d'élaborer des politiques concrètes pour faire face à la situation actuelle et inverser la dynamique. Il souligne que cela nécessite une politique suffisamment ferme et stricte visant à modérer les dépenses publiques.

L'intervenant se demande ensuite si le dérapage des déficits budgétaires et la détérioration de la situation des finances publiques qui en découle n'entraîneront pas une diminution de la solvabilité de la Belgique ou de l'une des entités fédérées, ce qui risquerait de faire grimper encore davantage les charges d'intérêt.

L'intervenant aimerait que M. Van Parys lui dise si le relèvement des taux d'intérêt, par exemple par la BCE, est un moyen adéquat de faire baisser l'inflation, qui est principalement alimentée par la hausse vertigineuse des prix du gaz naturel et du pétrole.

M. Piedboeuf souhaite enfin entendre l'avis de M. Van Parys sur la manière dont la BCE entend lutter contre les différences de taux d'intérêt entre les pays de la zone euro et donc la fragmentation de la zone. Quel est l'impact de cette situation sur la Belgique?

M. Servais Verherstraeten (cd&v) constate que l'impact à court terme de la hausse actuelle des taux d'intérêt est relativement limité. Cet élément donne aux décideurs politiques un répit temporaire pour prendre les décisions nécessaires en matière d'assainissement des finances publiques.

En ce qui concerne les différences de taux d'intérêt entre les pays de la zone euro, l'intervenant se demande si le moment n'est pas venu de plaider en faveur de l'émission conjointe de dettes. Une telle émission pourrait atténuer les écarts de taux d'intérêt ainsi que la hausse des taux, ce qui ferait baisser le coût de la gestion de la dette.

L'intervenant se demande par ailleurs si l'octroi du prêt d'un milliard d'euros à la Région wallonne dans le cadre des inondations de 2021 et la réforme de la loi

de schuldgraad richting 130 % in 2030 en de primaire tekorten bij ongewijzigd beleid. De heer Van Parys heeft daarbij uitgelegd dat hij die projectie baseert op een aantal premisses, zoals stijgende vergrijzingskosten, evolutie van impliciete rente en andere. Heeft de heer Van Parys ergens een uitgewerkt document, inclusief de aannames, de betekenis van de parameters en de redenering, die deze simulatie in meer detail uitlegt?

De heer Benoît Piedboeuf (MR) merkt op dat de uiteenzetting van de heer Van Parys bijzonder helder is. Daarnaast stelt hij vast dat het vooral belangrijk is om beleidsdaden te ontwikkelen teneinde de situatie aan te pakken en te keren. Hij stipt aan dat hierbij een beleid moet gevoerd worden dat voldoende kordaat en streng is en gericht is op het matigen van de overheidsuitgaven.

Vervolgens vraagt de spreker zich af of de ontsporing van de begrotingstekorten en de daarmee gepaard gaande verslechtering van de situatie van de publieke financiën geen aanleiding zal geven tot een vermindering van de kredietwaardigheid van België of van één van de deelstaten waardoor de rentelasten nog meer dreigen op te lopen.

Vervolgens wil de spreker graag vernemen van de heer Van Parys of het verhogen van de rente door bijvoorbeeld de ECB een adequate manier is om de inflatie, die hoofdzakelijk geïmporteerd wordt via de torenhoge aardgas- en aardolieprijzen, te doen dalen.

Tot slot wenst de spreker de mening te horen van de heer Van Parys over de manier waarop de ECB de renteversillen tussen de eurolanden en dus de fragmentering van de eurozone wil tegengaan. Wat is hiervan de impact op België?

De heer Servais Verherstraeten (cd&v) stelt vast dat de impact van de huidige rentestijging op korte termijn relatief beperkt is. Dit element bezorgt de politieke beleidsmakers tijdelijk ademruimte om die beslissingen te nemen die noodzakelijk zijn om de publieke financiën op orde te zetten.

Met betrekking tot de renteversillen tussen de eurolanden, vraagt de spreker zich af of het thans niet het geschikte moment is om te pleiten voor de gezamenlijke uitgifte van schulden. Deze uitgifte kan de renteversillen temperen alsook de stijging van de rente waardoor het kostenplaatje van het beheer van de schuld zal verminderen.

Daarnaast vraagt de spreker zich af of de toekenning van de lening van 1 miljard euro aan het Waalse gewest in het kader van de overstromingen in 2021 of

spéciale de financement, qui prendra pleinement effet à partir de 2025, auront un impact sur la prime de risque de la Belgique.

L'intervenant souligne enfin le risque d'une croissance économique plus faible, voire d'une récession, à partir du second semestre 2022, ainsi qu'en 2023 et 2024. La BNB dispose-t-elle de simulations de l'impact éventuel d'un tel ralentissement de la croissance sur les chiffres budgétaires de la Belgique? M. Van Parys peut-il indiquer quels efforts supplémentaires ce gouvernement devrait fournir de manière à ne pas faire dérailler le solde primaire?

M. Christian Leysen (Open Vld) souligne que la manière adéquate dont la dette a été gérée au cours des dernières années fait en sorte que l'impact de la hausse des taux d'intérêt restera limité à court terme. Un certain nombre de groupes politiques estiment en conséquence que la hausse des taux d'intérêt et l'augmentation de la dette publique ne nécessitent plus une action urgente et persistent à croire qu'il est possible de réduire la dette en s'endettant davantage.

L'intervenant est particulièrement réticent à l'idée d'une mutualisation de la dette qui passerait par l'émission d'obligations européennes. Quelle est l'opinion de M. Van Parys à ce sujet?

M. Leysen évoque ensuite l'augmentation de la dette détenue par la BNB elle-même. Actuellement, cette dette représente environ 20 % de la dette publique belge totale. Il s'agit d'une forme de création monétaire. La conversion de la durée de la dette, de long terme en court terme, aura un impact sur les dividendes que la BNB pourra verser dans un avenir proche. M. Van Parys peut-il décrire brièvement l'impact potentiel de cette évolution sur le flux de dividendes de la BNB?

III. — RÉPONSES DE L'ORATEUR

M. Stefan Van Parys, chef de groupe Finances publiques, Banque nationale de Belgique, souligne qu'il y a pour le moment une très grande incertitude sur le plan économique, si bien que des écarts sont possibles par rapport aux chiffres que la BNB vient de publier dans ses perspectives de juin 2022. L'orateur évoque notamment les chiffres relatifs au rythme de croissance et à l'inflation. Ces chiffres sont basés sur les attentes du marché et, au cours des dernières années, les marchés n'ont pas toujours été les meilleurs indices de prédiction.

En revanche, en cas de récession, les finances publiques belges risqueraient d'être mises à mal en raison

de la hervorming van de bijzondere financieringswet, die vanaf 2025 ten volle haar uitwerking kent, een invloed hebben op de risicopremie voor België?

Tot slot wijst de spreker op het risico van een minder sterke economische groei of zelfs recessie vanaf de tweede helft 2022 alsook in 2023 en 2024. Beschikt de NBB over simulaties van de mogelijke impact van deze groeivertraging op de budgettaire cijfers van België? Kan de heer Van Parys aangeven welke bijkomende inspanningen deze regering zou moeten nemen teneinde het primair saldo niet te laten ontsporen?

De heer Christian Leysen (Open Vld) stipt aan dat het adequate schuldbeheer van de afgelopen jaren ervoor zorgt dat de impact van de rentestijging op korte termijn beperkt blijft. Hierdoor verliest de rentestijging en de oplopende staatsschuld bij een aantal politieke fracties wel haar urgentie waardoor zij blijven steken in het idee dat men schulden kan verminderen door nog meer schulden aan te gaan.

Ten aanzien van het idee van een mutualisering van de schulden via de uitgifte van Europese obligaties, staat de spreker bijzonder huiverachtig. Hoe kijkt de heer Van Parys hier tegenaan?

Daarnaast haakt de spreker in op de stijging van de schuld die de NBB zelf aanhoudt. Thans bedraagt die ongeveer 20 % van de totale Belgische staatsschuld. Dat is een vorm van geldcreatie. De omzetting van de looptijd van de lange naar korte termijn zal een impact hebben op de dividendendie de NBB zal kunnen betalen in de nabije toekomst. Kan de heer Van Parys de potentiële impact hiervan op de dividendenstroom van de NBB schetsen?

III. — ANTWOORDEN VAN DE SPREKER

De heer Stefan Van Parys, groepschef Overheidsfinanciën, Nationale Bank van België, merkt op dat er thans heel veel economische onzekerheid heerst waardoor er afwijkingen mogelijk zijn ten aanzien van de cijfers die de NBB zopas heeft gepubliceerd in haar vooruitzichten van juni 2022. Hij verwijst hierbij onder meer naar de cijfers betreffende het groeipad en de inflatie. Deze cijfers zijn gebaseerd op marktverwachtingen en de markten zijn de afgelopen jaren niet altijd de beste voorspellers geweest.

Indien er echter een recessie zou uitbreken, dan dreigen de Belgische overheidsfinanciën in de problemen te

d'une situation de départ moins favorable. En période de récession, par le jeu des stabilisateurs automatiques, on constate non seulement un recul de la croissance économique, mais également une augmentation du déficit du solde primaire. D'où l'importance de prendre les mesures structurelles nécessaires lorsque la situation est relativement bonne. Ceci ne signifie pas qu'on ne peut pas prendre des mesures à court terme sans impact structurel lors de crise en Ukraine.

En ce qui concerne la durée de la dette et la politique de la BNB en matière de dividendes, l'orateur ne peut que renvoyer au mécanisme conceptuel qu'il a déjà évoqué. En raison de la hausse attendue des taux d'intérêt, il se trouve que du côté des actifs de la banque centrale figurent les obligations d'État à long terme, dont le taux de rémunération pour la BNB est très faible, alors que du côté du passif, les taux d'intérêt à court terme vont augmenter. La situation concernant cet aspect spécifique risque de se traduire par un moins bon résultat. Il est évident que d'autres éléments déterminent le résultat global de la BNB. L'orateur souligne en outre que la BNB a, ces dernières années, constitué des réserves parce qu'elle était consciente qu'en cas de hausse des taux d'intérêt, elle pourrait essayer des pertes ultérieurement.

En ce qui concerne la politique monétaire et, plus spécifiquement, la politique de la BCE pour lutter contre la fragmentation de la zone euro, l'orateur renvoie à la communication officielle de la BCE à ce sujet. Les risques de fragmentation seront combattus par le biais du PEPP (programme d'achats d'urgence face à la pandémie) et non via le PPA (programme d'achats d'actifs), étant donné que le PEPP dispose d'une plus grande flexibilité, qui permet notamment de se tourner vers d'autres actifs et d'autres pays afin de lutter contre certaines évolutions relatives au marché qui ne seraient pas liées aux fondamentaux.

Le fait qu'un pays a des taux d'intérêt différents des autres peut avoir de nombreuses significations et autant de causes. Cela peut être lié aux risques qui pèsent sur la soutenabilité des finances publiques de ce pays, mais cela peut également témoigner en partie de l'existence d'une spéculation par laquelle les marchés tentent de voir jusqu'où la BCE serait prête à aller. L'orateur pense que la BCE, par sa politique, tentera de neutraliser les éléments spéculatifs, mais souligne en revanche que la BCE est convaincue que les risques fondamentaux pesant sur la soutenabilité des finances publiques doivent effectivement se traduire dans les taux d'intérêt.

En ce qui concerne les tests de résistance bancaire, l'orateur indique que cette activité relève de la responsabilité de ses collègues de la BNB qui s'occupent de

komen omwille van de minder gunstige uitgangspositie. Tijdens een recessie zal niet enkel de economische groei afnemen maar ook het tekort van het primair saldo toenemen omwille van de automatische stabilisatoren. Vandaar het belang om in de periode waarin het relatief goed gaat de nodige structurele maatregelen te nemen. Dat betekent niet dat er tijdens de Oekraïne-crisis geen maatregelen op korte termijn zonder structurele impact kunnen genomen worden.

Met betrekking tot de duurtijd van de schuld en de dividendpolitiek van de NBB, kan de spreker enkel verwijzen naar het conceptuele mechanisme dat hij heeft toegelicht. Omwille van de verwachte toename van de rente is het nu eenmaal zo dat aan de activazijde van de centrale bank de overheidsobligaties staan met een lange looptijd. Daar ontvangt de NBB een rentevergoeding die heel laag is. Terwijl aan de passivazijde de rente op korte termijn zal stijgen. Dit element dreigt zich dan voor dit specifieke aspect te vertalen in een minder gunstig resultaat. Uiteraard zijn er andere elementen die het globale resultaat van de NBB bepalen. Bovendien stipt de spreker aan dat de NBB de voorbije jaren reserves heeft aangelegd omdat men ook wel wist dat men bij een rentestijging verliezen zou kunnen boeken in de toekomst.

Betreffende het monetaire beleid en meer specifiek het beleid van de ECB tegen de fragmentatie van de eurozone, verwijst de spreker naar de officiële communicatie die vanuit de ECB over dit onderwerp wordt gevoerd. De risico's op fragmentatie zullen bestreden worden via het PEPP-programma (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) en niet via het APP-programma (*Asset Purchase Programme*) aangezien het PEPP-programma over meer flexibiliteit beschikt waarbij er over activa en landen heen kan afgeweken worden om bepaalde ontwikkelingen in de markt die niet zouden gerelateerd zijn aan de fundamentals te bestrijden.

Het renteverschil van een bepaald land kan vele betekenissen en oorzaken hebben. Het kan gerelateerd zijn aan de fundamentele houdbaarheidsrisico's van een land maar er kan ook een stuk marktspeculatie bij betrokken zijn waarbij de markten gaan testen hoever de ECB zou willen gaan. De spreker meent dat de ECB via haar beleid zal proberen om de speculatieve elementen te neutraliseren terwijl de ECB ervan overtuigd is dat de fundamentele houdbaarheidsrisico's wel degelijk moeten vertaald worden in de rentevoeten.

Inzake de stresstests voor de banken, geeft de spreker aan dat deze activiteit valt onder verantwoordelijkheid van zijn collega's die binnen de NBB bezig zijn met

la surveillance prudentielle. Il ne peut donc donner davantage d'informations à ce sujet.

En ce qui concerne la longue durée de la dette mais l'orateur estime qu'il revient à l'Agence de la Dette de s'y prononcer, mais, l'orateur constate toutefois que l'application d'un principe d'assurance semble quand même porter ses fruits. La longue durée de la dette est un élément important dans l'analyse de la soutenabilité de la dette. La Grèce a une dette publique qui équivaut à 180-190 % du PIB, mais il s'agit d'une dette à long terme, ce qui signifie invariablement que le financement annuel est relativement limité. Plus ce financement est limité, moins il y a de risque en cas de problème sur les marchés internationaux.

Du point de vue de la transmission de politique monétaire, on peut toutefois arguer qu'il est plus opportun de maintenir les taux à court terme car si la banque centrale adapte ses taux, cela aura un impact plus rapide sur les charges d'intérêt et sur la politique des pouvoirs publics. Ne pas contracter des engagements à longue échéance peut donc se justifier de ce point de vue.

L'orateur fait observer par ailleurs que l'augmentation du solde annuel à financer procède principalement de la hausse considérable du déficit budgétaire. En fait, l'augmentation du déficit budgétaire annule en partie la stratégie de l'Agence de la dette, qui vise à développer des échéances longues pour la dette. Il est clair que l'augmentation du déficit budgétaire constitue le problème structurel qui génère une augmentation de la dette de même qu'une hausse sensible des besoins annuels de financement.

En ce qui concerne la documentation des simulations réalisées par la BNB, l'orateur souligne que, tant pour les besoins de cette audition que pour ceux de la rédaction du rapport annuel et d'un article publié par la BNB, plusieurs simulations tenant également compte de l'impact d'un ralentissement de la croissance sur l'évolution de la dette publique ont été effectuées. La règle empirique généralement utilisée et basée sur la semi-élasticité est l'impact d'une détérioration de 1 % du développement économique sur l'augmentation du déficit budgétaire. En cas de baisse de 1 point de l'activité économique, le déficit budgétaire augmentera de 0,6 % du PIB. Cette élasticité est également utilisée par le Conseil supérieur des finances et par la Commission européenne pour le calcul du solde structurel.

En ce qui concerne un éventuel déclassement de la Belgique par les agences de notation, l'orateur souligne

prudentieel toezicht. Hij kan hierover dus geen bijkomende informatie verschaffen.

Met betrekking tot de lange looptijd van de schuld, meent de spreker dat het eerder toekomt aan het Agentschap van de Schuld om zich hierover uit te spreken, maar de spreker stelt wel vast dat het hanteren van een verzekeringsprincipe thans toch wel haar vruchten afwerpt. De lange looptijd van de schuld is bij de analyse van de houdbaarheid van de schuld een belangrijk element. De staatsschuld van Griekenland bedraagt 180 à 190 % van het bbp maar deze schuld kent een lange looptijd waardoor de jaarlijkse financiering stevast relatief beperkt is. Hoe beperkter deze financiering is, hoe kleiner het risico is op het ogenblik dat er een noodsituatie is op de internationale markten.

Vanuit het monetair beleidstransmissieoogpunt kan men echter ervoor pleiten dat het meer opportuun is dat de kortetermijnrente wordt aangehouden want als de centrale bank haar rente aanpast zal dat een snellere impact hebben op de rentelasten en op het overheidsbeleid. Vanuit dat perspectief kan ervoor geadviseerd worden om geen lange looptijden te ontwikkelen.

Daarnaast merkt de spreker op dat de toename van het jaarlijks te financieren saldo vooral besloten zit in het feit dat het begrotingstekort enorm is toegenomen. De toename van het begrotingstekort doet eigenlijk voor een stuk de strategie van het Agentschap van de Schuld, die gericht is op het ontwikkelen van lange looptijden voor de schuld, teniet. Het is duidelijk dat de toename van het begrotingstekort het structurele probleem is dat de schuld doet oplopen alsook de jaarlijkse financieringsbehoeften sterk doet stijgen.

Inzake documentatie over de simulaties die de NBB heeft ontwikkeld, wijst de spreker erop dat er zowel naar aanleiding van deze hoorzitting als bij de opmaak van het jaarverslag en de publicatie van een artikel gepubliceerd door de NBB, meerdere simulaties werden ontwikkeld waarbij ook rekening wordt gehouden met de impact van een groeivertraging op de evolutie van de staatsschuld. De vuistregel die meestal gehanteerd wordt en die gebaseerd is op de semi-elasticiteit is de impact van een verslechtering van de economische ontwikkeling met 1 % op de toename van het begrotingstekort. Indien er een daling van de economische activiteit plaatsvindt ten belope van 1 procentpunt zal het begrotingstekort toenemen met 0,6 % van het bbp. Deze elasticiteit wordt eveneens gehanteerd door de Hoge Raad voor Financiën en de Europese Commissie om het structureel saldo te berekenen.

Met betrekking tot een mogelijke ratingverlaging van België door de ratingbureaus, wijst de spreker erop dat

que ces agences ne se concentrent pas seulement sur le niveau de la dette, mais aussi et surtout sur sa dynamique. Si ces agences de notation estiment que la Belgique ne pourra pas inverser la dynamique de la dette, alors la Belgique risque effectivement une dégradation de sa note. Des indications importantes à cet égard se trouvent dans les rapports rédigés par ces agences de notation, dans lesquels on trouve aussi les conditions de maintien de la notation en vigueur. La mesure dans laquelle un pays s'écarter de ces conditions détermine aussi la mesure dans laquelle les agences de notation envisagent de diminuer la note du pays concerné.

M. Benoît Piedboeuf (MR) pose une question complémentaire. Il demande si les agences de notation tiennent également compte de l'acquisition de dettes par la BNB et de la transformation de la dette à long terme en dette à court terme. Cet élément est-il pris en compte par les agences de notation lors de la détermination de la notation ou seuls les paramètres socio-économiques et budgétaires sont-ils pris en compte?

M. Stefan Van Parys, chef de groupe Finances publiques, Banque nationale de Belgique, indique que les agences de notation ont connaissance de cette transformation et du mécanisme qui l'accompagne. Le rachat de dettes par la BCE à travers plusieurs programmes a en effet permis de garantir des taux d'intérêt au long terme particulièrement bas pour donner suffisamment d'oxygène à l'économie. Toutefois, cela signifie que lorsque les taux d'intérêt à court terme commenceront à augmenter, le dividende de la BNB diminuera et cela aura des implications pour la politique publique.

Pour la BCE, ce n'est toutefois pas un problème car elle souhaite que cette transmission ait lieu rapidement. Pour la BCE, il n'est pas problématique que les conséquences se manifestent rapidement.

L'émission d'une dette commune au niveau européen est le fruit d'une décision politique sur laquelle l'orateur ne peut pas s'étendre vu qu'il s'agit de la politique européenne. Il souligne toutefois qu'à la suite de la crise du coronavirus, une évolution historique a eu lieu: grâce au programme *NextGenerationEU*, des obligations sont émises à une échelle relativement importante au niveau européen. Cet instrument a bien sûr un certain coût, car il n'est évidemment pas question que les coûts disparaissent en déplaçant l'émission de la dette vers un niveau supranational. En effet, dans les années à venir, la contribution de la Belgique à ce mécanisme sera supérieure aux moyens qu'elle a reçus.

À partir de 2028, la dette européenne sera remboursée et la contribution de la Belgique à ce remboursement

deze bureaus niet enkel oog hebben voor het schuldniveau maar zich vooral toespitsen op de schulddynamiek. Indien deze ratingbureaus menen dat België de schulddynamiek niet zal kunnen doen keren dan loopt België inderdaad een risico op een ratingverlaging. Belangrijke indicaties hieromtrent kunnen teruggevonden worden in de verslagen die deze ratingbureaus opmaken aangezien zij de voorwaarden bevatten om de rating te behouden. De mate waarmee er afgeweken wordt van deze voorwaarden zal bepalen of de ratingbureaus overwegen om de ratings te verlagen.

De heer Benoît Piedboeuf (MR) heeft hierbij een bijkomende vraag. Hij vraagt zich af of de ratingbureaus ook rekening houden met de verwerving van schulden door de NBB en de transformatie van langetermijnschuld naar kortetermijnschuld. Wordt dit element mee in rekening genomen door de ratingsbureaus bij het bepalen van de rating of wordt er enkel rekening gehouden met socio-economische en budgettaire parameters?

De heer Stefan Van Parys, groepschef Overheidsfinanciën, Nationale Bank van België, merkt op dat de ratingbureaus op de hoogte zijn van deze transformatie en het mechanisme dat daarmee gepaard gaat. Het opkopen van schuld papier door de ECB via allerhande programma's heeft inderdaad gezorgd voor bijzonder lage langetermijnrentestanten teneinde voldoende zuurstof te voorzien aan de economie. Dit betekent echter wel dat wanneer de korttermijnrente begint te stijgen dat het dividend van de NBB zal verminderen waardoor er implicaties zullen zijn voor het overheidsbeleid.

Voor de ECB is dit echter geen probleem aangezien zij willen dat deze transmissie snel plaatsvindt. Voor hen is het geen probleem dat de gevolgen zich snel manifesteren.

De uitgifte van gezamenlijk schuld papier op Europees niveau is een politieke beslissing waarover de spreker niet verder kan uitweiden want dit betreft Europees beleid. Hij wijst er wel op dat er naar aanleiding van de coronacrisis een historische ontwikkeling heeft plaatsgevonden waarbij er via het *NextGenerationEU*-programma op relatief grote schaal overheidsobligaties op Europees niveau uitgegeven worden. Dit instrument brengt natuurlijk een zekere kost met zich mee want het is natuurlijk niet zo dat de kosten verdwijnen door de schulduitgifte naar een supranationaal niveau te tillen. Het is zelfs zo dat België uiteindelijk de komende jaren meer zal moeten bijdragen aan dit mechanisme dan dat het aan middelen gekregen heeft.

Vanaf 2028 wordt de Europese schuld afbetaald en hieraan zal België meer bijdragen dan dat België thans

sera supérieure aux moyens qu'elle a reçus jusqu'à présent. D'autre part, d'un point de vue purement économique, dans le cadre d'une union monétaire parfaite, un volet budgétaire devra également être élaboré au niveau européen. Il s'agit toutefois d'une question purement politique sur laquelle l'orateur ne souhaite pas s'exprimer davantage.

En ce qui concerne les transferts entre le niveau politique fédéral et les entités fédérées, l'orateur estime que l'impact de la loi spéciale de financement et de l'octroi d'un prêt à la Wallonie après les inondations de l'été 2021 sera plutôt limité par rapport aux transferts qui ont lieu entre les différents niveaux de pouvoir en ce qui concerne, par exemple, les impôts des personnes physiques, les allocations de chômage et les pensions. L'orateur renvoie également à cet égard à l'étude publiée par la BNB à ce sujet.

Ensuite, l'orateur fait observer que l'effort variable des pouvoirs publics n'a pas été inclus dans les hypothèses de la BNB. La formulation de cet objectif n'est en effet pas assez précise pour être incluse dans les estimations établies par la BNB. Si le gouvernement fédéral décide de prendre des mesures d'assainissement supplémentaires, le solde envisagé par la BNB s'améliorera.

L'orateur souligne en outre qu'à côté de la spécificité suffisante aussi la crédibilité des mesures est également très importante. En effet, la BNB est prudente à l'égard de l'inclusion des effets de retour dans le budget. Ces effets n'ont un impact sur les estimations qu'à partir du moment où la BNB s'attend effectivement à ce que les mesures aient un impact favorable sur l'évolution macroéconomique. Un autre exemple concerne les mesures prises dans le cadre de la lutte contre la fraude, pour lesquelles la BNB est contrainte par les règles du SEBC de n'inclure leurs produits éventuels que très partiellement dans ses estimations.

IV. — RÉPLIQUES ET RÉPONSES COMPLÉMENTAIRES

M. Christian Leysen (Open Vld) fait observer que la Belgique a actuellement une dette nationale de 550 milliards d'euros dont 20 % sont détenus par la BNB. Cela représente 110 milliards d'euros, une variation de 1 % des taux d'intérêt équivalant dès lors approximativement à 1 milliard d'euros. Cela signifie que si le taux d'intérêt augmente de 1 %, cette augmentation coûtera 1 milliard d'euros à la BNB. Par conséquent, l'achat de la dette par la BNB, ce qu'on appelle la création monétaire, a de lourdes conséquences budgétaires.

ontvangen heeft. Anderzijds is het vanuit louter economische oogpunt zo dat in het kader van een volmaakte monetaire unie ook een budgettaire component op Europees niveau moet ontwikkeld worden. Dit is echter een louter politieke kwestie waarover de spreker geen verdere uitspraken wenst te doen.

Inzake de transferten tussen het federale beleidsniveau en de deelstaten meent de spreker dat de impact van de bijzondere financieringswet en de toekenning van een lening aan Wallonië in het kader van de overstromingen van de zomer 2021 eerder beperkt is ten opzichte van de transferten die zich voordoen tussen de verschillende beleidsniveaus op het gebied van bijvoorbeeld de personenbelastingen, de werkloosheidsuitkeringen en de pensioenen. De spreker verwijst hierbij ook naar het onderzoek dat de NBB hierover gepubliceerd heeft.

Vervolgens merkt de spreker op dat in de hypothesen van de NBB de variabele inspanning van de overheid niet werd opgenomen. De formulering van een dergelijke doelstelling is namelijk onvoldoende specifiek om opgenomen te worden in de ramingen die de NBB opstelt. Indien de federale regering zou beslissen om bijkomende saneringsmaatregelen te nemen dan zal het saldo dat de NBB voor ogen heeft verbeteren.

Daarnaast stipt de spreker aan dat naast voldoende gespecificeerd ook de geloofwaardigheid van de maatregelen heel belangrijk is. Het is namelijk zo dat de NBB voorzichtig is met het opnemen van terugverdieneffecten in de begroting. Die terugverdieneffecten hebben pas een impact op de raming van zodra de NBB effectief verwacht dat de maatregelen een gunstige impact hebben op de macro-economische ontwikkeling. Een ander voorbeeld zijn de maatregelen in het kader van de fraudebestrijding waarbij de NBB gebonden is aan de ESCB-regels om de eventuele opbrengsten slechts heel gedeeltelijk op te nemen in haar ramingen.

IV. — REPLIEKEN EN BIJKOMENDE ANTWOORDEN

De heer Christian Leysen (Open Vld) merkt op dat België thans een staatsschuld heeft van 550 miljard euro waarvan 20 % in het bezit is van de NBB. Dit komt neer op 110 miljard euro waarbij een rentewijziging ten belope van 1 % ongeveer overeenkomt met 1 miljard euro. Dit betekent dat wanneer de rente met 1 % stijgt deze rentestijging de NBB 1 miljard euro zal kosten. Dit betekent dus dat het opkopen van de schuld door de NBB, de hogeketengeldcreatie, dus eigenlijk verregaande budgettaire consequenties heeft.

M. Stefan Van Parys, chef de groupe Finances publiques, Banque nationale de Belgique, reconnaît que le programme d'achat de la BCE aura effectivement un impact en cas de hausse des taux d'intérêt. Cependant, les taux d'intérêt à long terme ont fortement baissé en raison du programme d'achat.

M. Christian Leysen (Open Vld) constate que la BNB dispose de 110 milliards d'euros qui doivent être refinancés à un moment où les taux d'intérêt augmentent à nouveau. Cela représente donc une charge supplémentaire pour les finances publiques.

M. Stefan Van Parys, chef de groupe Finances publiques, Banque nationale de Belgique, évoque le déséquilibre qui apparaît entre les actifs et les passifs en cas de hausse des taux d'intérêt.

M. Christian Leysen (Open Vld) fait observer que les 110 milliards d'euros font partie de la dette publique globale, mais que leur coût figurera dans les comptes de la BNB.

M. Stefan Van Parys, chef de groupe Finances publiques, Banque nationale de Belgique, fait observer que puisque les pouvoirs publics sont actionnaire de la BNB, cela aura finalement aussi des répercussions sur les finances publiques.

M. Sander Loones (N-VA) souhaite d'abord remercier l'orateur pour les réponses aux nombreuses questions, souvent politiques, que lui et ses collègues lui ont posées. Il souligne que le rôle de l'orateur n'est pas de faire des déclarations politiques.

En outre, l'orateur souligne l'importance de l'échange de vues entre M. Van Parys et M. Leysen. Il serait extrêmement intéressant d'approfondir cet échange dans le cadre d'une audition afin de pouvoir mieux évaluer comment le risque d'une hausse des taux d'intérêt est couvert par la BNB.

Le rapporteur,

Sander LOONES

La présidente,

Marie-Christine MARGHEM

De heer Stefan Van Parys, groepschef Overheidsfinanciën, Nationale Bank van België, erkent dat het aankoopprogramma van de ECB wel degelijk een impact zal hebben bij een rentestijging. Tegelijk is de langetermijnrente door het aankoopprogramma sterk gedaald.

De heer Christian Leysen (Open Vld) stelt vast dat de NBB over 110 miljard euro beschikt die opnieuw gefinancierd moet worden op een ogenblik dat de interesten opnieuw stijgen. Dat is dus een bijkomende belasting op de publieke financiën.

De heer Stefan Van Parys, groepschef Overheidsfinanciën, Nationale Bank van België, verwijst hierbij naar het onevenwicht dat bij een rentestijging ontstaat tussen de activa- en de passivazijde.

De heer Christian Leysen (Open Vld) merkt op dat de 110 miljard euro deel uitmaakt van de globale staatschuld maar de kostprijs van dit bedrag zal men terugvinden in de rekeningen van de NBB.

De heer Stefan Van Parys, groepschef Overheidsfinanciën, Nationale Bank van België, merkt hierbij op dat, aangezien de overheid aandeelhouder is van de NBB, dit finaal ook repercussies zal hebben op de overheidsfinanciën.

De heer Sander Loones (N-VA) wil de spreker vooreerst bedanken voor de antwoorden op de vele, vaak politieke vragen die hijzelf en zijn collega's hebben gesteld. Hierbij stipt hij stipt aan dat het niet de rol van de spreker is om politieke uitspraken te doen.

Daarnaast onderstreept de spreker het belang van de gedachtewisseling tussen de heer Van Parys en de heer Leysen. Het is uitermate interessant om dit element verder te verdiepen aan de hand van een hoorzitting teneinde beter te kunnen inschatten hoe het risico van de rentestijging is ingedekt bij de NBB.

De rapporteur,

Sander LOONES

De voorzitter,

Marie-Christine MARGHEM

Annexes



Les finances publiques face à la remontée des taux d'intérêt

Audition de la Commission des finances et du budget de la Chambre des représentants

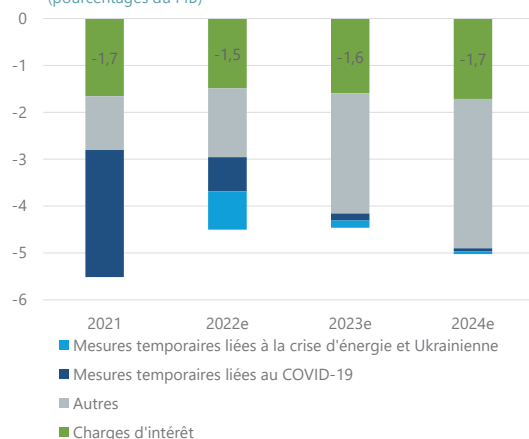
Stefan Van Parys

21 juin 2022

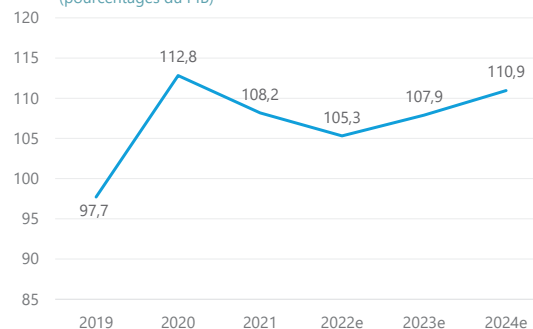
Banque Nationale Bank
DE BELGIË VAN BELGIË
Eurosysteem

Le déficit budgétaire reste proche de 5 % du PIB et la dette publique, déjà élevée, augmentera encore à partir de 2023

Le déficit budgétaire¹ reste structurellement élevé
(pourcentages du PIB)



Le taux d'endettement² augmente
(pourcentages du PIB)



Banque Nationale Bank
DE BELGIË VAN BELGIË
Eurosysteem

Sources : ICN, BNB.

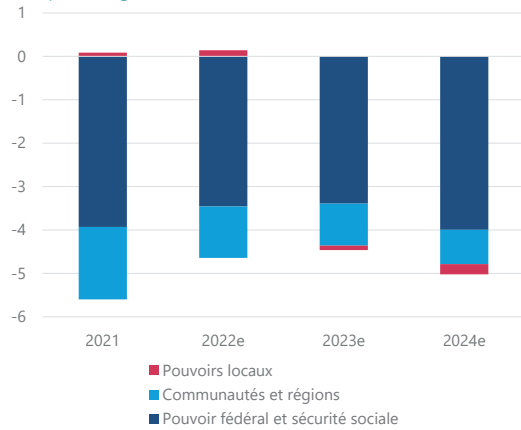
¹ Ces chiffres ne tiennent pas compte du déficit implicite de 0,4 % du PIB en moyenne par an en 2021-2026, pour le financement par la dette des subventions accordées aux États membres de l'UE dans le cadre du programme NGEU.

² Projections de printemps de la BNB; entretemps l'ICN a révisé le taux d'endettement de 2021 à 108,4% du PIB.

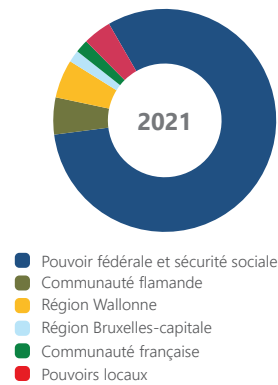
/ 2

Le déficit et la dette se situent principalement au niveau fédéral

Le déficit budgétaire reste le plus élevé au niveau fédéral
(pourcentages du PIB)

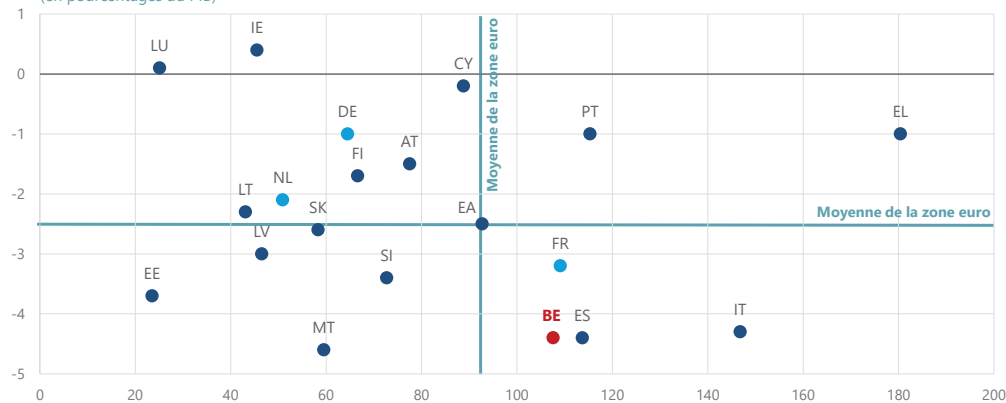


L'essentiel de la dette publique se situe au niveau fédéral
(Part des sous-secteurs dans la dette publique totale en Belgique)



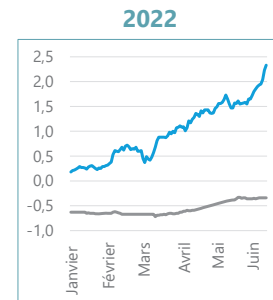
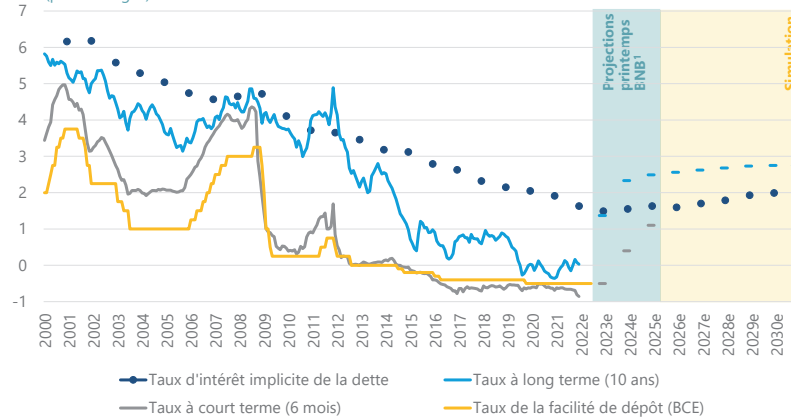
Le taux d'endettement et le déficit sont parmi les plus élevés de la zone euro

Taux d'endettement et solde des administrations publiques en 2023
(en pourcentages du PIB)



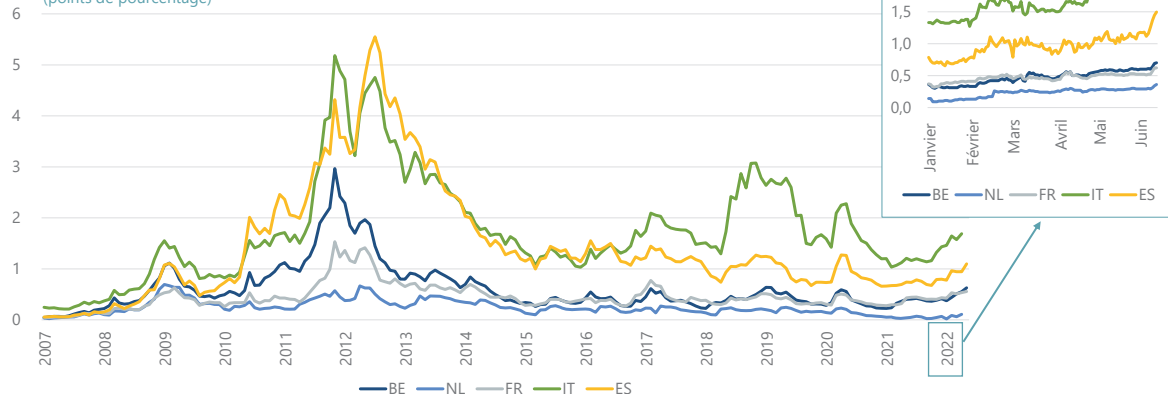
Après une longue période de baisse des taux d'intérêt, ceux-ci ont commencé à augmenter depuis le début de cette année

Evolution du taux d'intérêt implicite sur la dette et des taux d'intérêts (pourcentages)



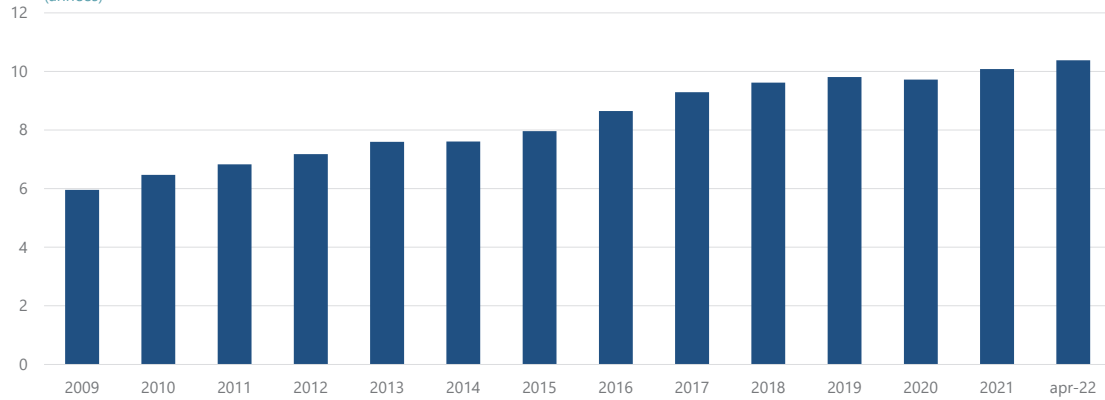
La hausse du spread belge par rapport à l'Allemagne reste limitée

Écart de rendement de l'OLO à dix ans par rapport au Bund allemand (points de pourcentage)



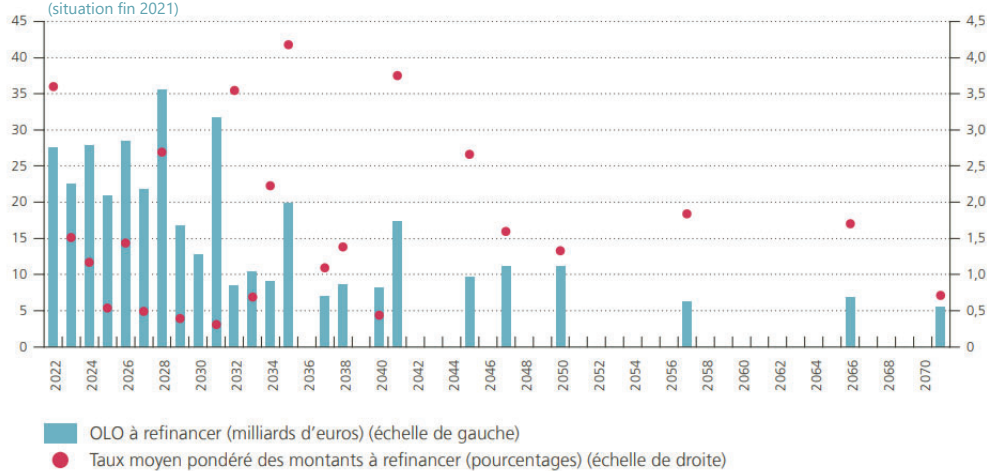
La maturité allongée de la dette fédérale retardera l'effet de la hausse des taux

Evolution de la maturité résiduelle de la dette de l'administration fédérale
(années)

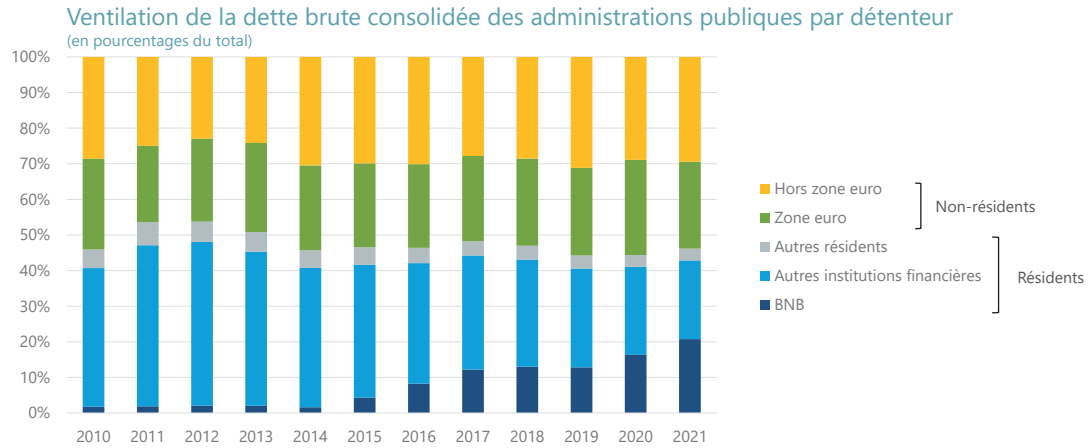


Les marges additionnelles de baisse des charges d'intérêts devenaient déjà limitées, même dans un environnement de taux d'intérêt (très) bas

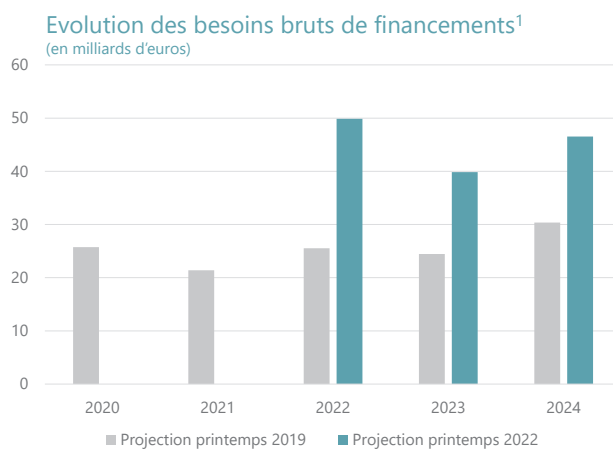
Échéancier de la dette à long terme (OLO) à refinancer par l'administration fédérale
(situation fin 2021)



La part de la dette publique belge détenue par la BNB a progressé depuis 2015



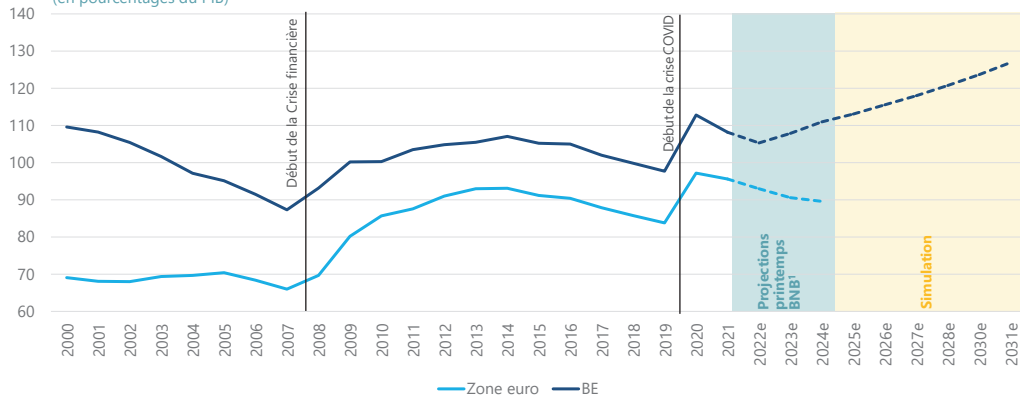
Depuis la crise COVID, des déficits plus élevés font augmenter les besoins bruts de financement



Les déficits budgétaires augmentent la sensibilité aux taux d'intérêt.

A politique inchangée, la dette devrait encore augmenter au cours des prochaines années

Evolution du taux d'endettement¹
(en pourcentages du PIB)

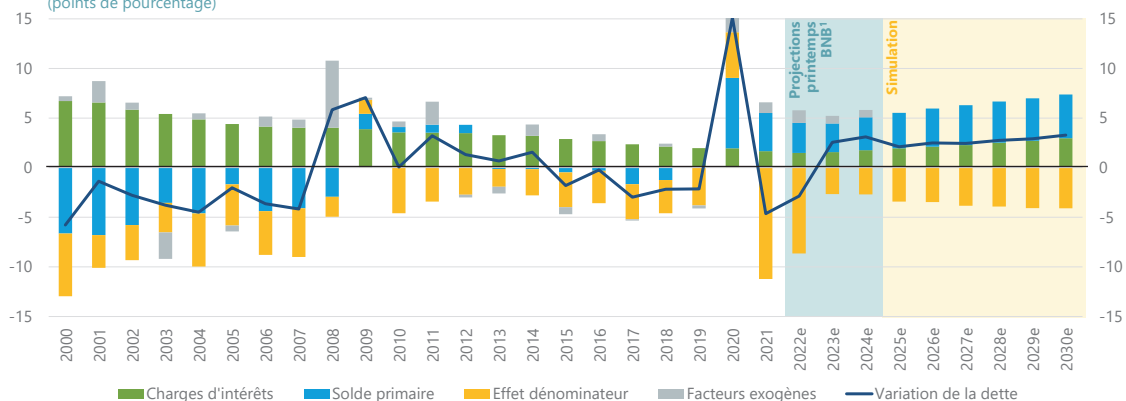


Sources : BNB, Eurosystem, ICN.

¹ Le scénario de base reflète les projections macroéconomiques de la Banque de juin 2022, qui courent jusqu'en 2024, corrigées pour les taux d'intérêts les plus récents (1-16 juin) pour 2023 et 2024. Pour la période 2025-2030, il prend comme point de départ le solde primaire de 2024 et incorpore les coûts du vieillissement et les hypothèses sur l'évolution du PIB provenant du rapport du CEV de juillet 2021. Les taux d'intérêt nominaux sont supposés suivre les attentes du marché observées durant la première moitié de juin 2022, tandis que l'inflation (qui s'aligne ici sur le déflateur du PIB) est fixée à 2 % à partir de 2025. Les autres hypothèses sont que la maturité de la dette restera stable à dix ans en moyenne et qu'aucun facteur exogène n'aura d'impact sur le ratio d'endettement. Projections zone euro par l'Eurosystem (juin).

Le solde primaire est le principal responsable de l'augmentation de la dette

Décomposition de la dynamique de la dette publique¹
(points de pourcentage)

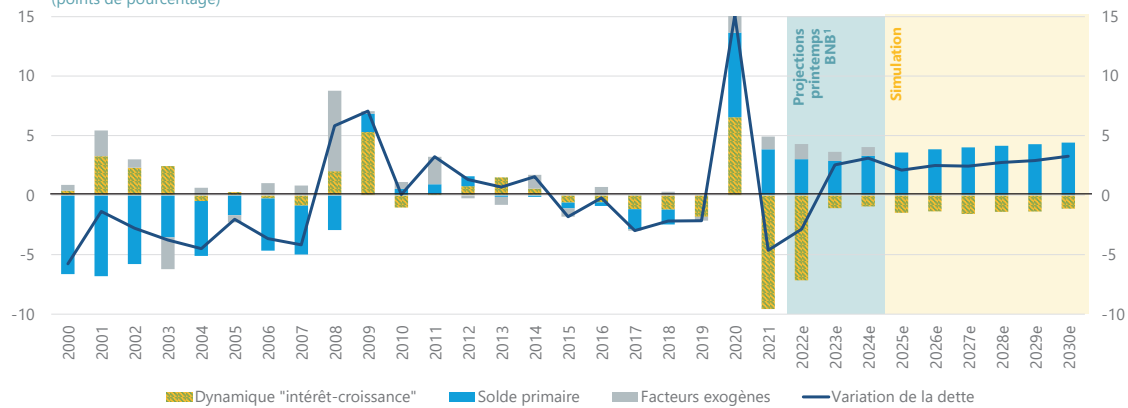


Sources : ICN, BNB.

¹ Réalisation jusqu'en 2021, projections économiques BNB de printemps entre 2022 et 2024 (corrigées pour les taux d'intérêts les plus récents à partir de 2023), et exercice de simulation entre 2025 et 2030.

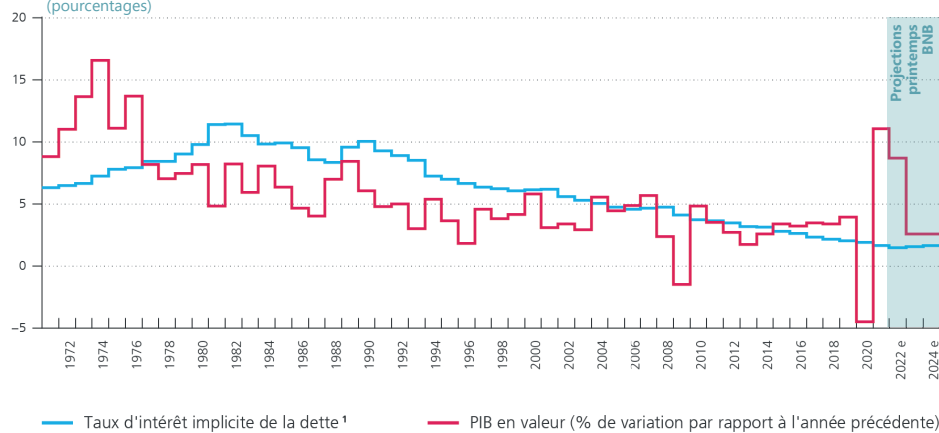
La dynamique « intérêt-croissance » reste favorable à la dynamique de la dette

Décomposition de la dynamique de la dette publique¹
(points de pourcentage)

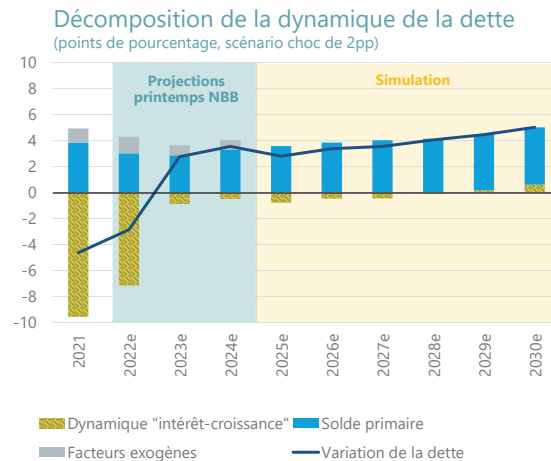
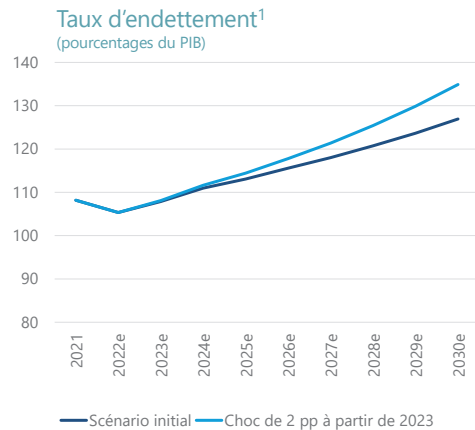


Une dynamique « intérêt-croissance » favorable est un phénomène récent et peut s'inverser

La dynamique « intérêt-croissance » n'as pas toujours été favorable et ne le sera peut-être pas ou plus autant à l'avenir
(pourcentages)



En l'absence d'effort budgétaire supplémentaire, un choc additionnel sur les taux d'intérêt entraînerait une dynamique d'endettement dangereuse



- Le déficit budgétaire structurel et le taux d'endettement élevés placent la Belgique dans une **situation initiale défavorable**
- La période des taux d'intérêt ultra-bas est terminée, bien que dans une perspective historique, **la hausse des taux d'intérêt est, jusqu'à présent, limitée**
- Grâce à l'allongement de la durée de la dette, **l'augmentation de la charge d'intérêt n'est que progressive**
- L'augmentation de la charge d'intérêts **requiert un effort plus important pour le solde budgétaire primaire** afin d'inverser la dynamique ascendante de la dette
- L'inversion de la dynamique ascendante de la dette par **une amélioration structurelle du solde primaire est nécessaire pour préserver la viabilité de la dette publique** et pour pouvoir absorber un choc négatif supplémentaire

Bijlagen



Overheidsfinanciën bij stijgende rentevoeten

Hoorzitting van de Commissie van Financiën en Begroting
van de Kamer van Volksvertegenwoordigers

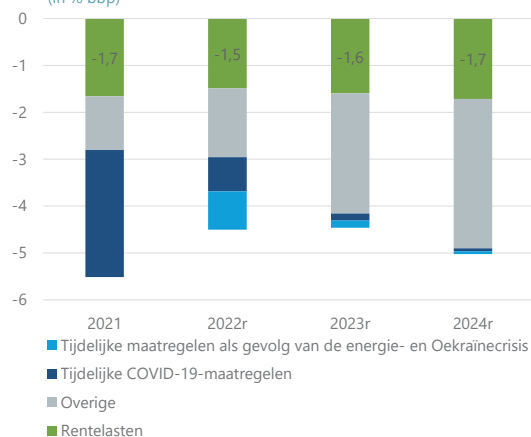
Stefan Van Parys

21 juni 2022

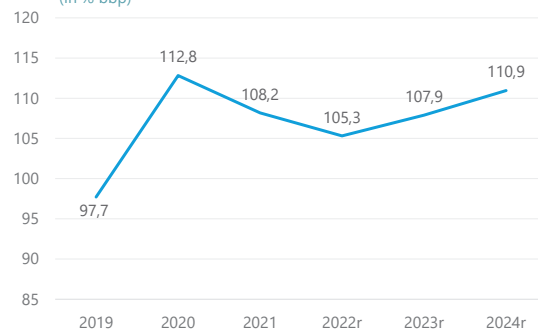
Banque Nationale Bank
DE BELGIE VAN BELGIE
Eurosysteem

Het begrotingstekort blijft dicht bij 5 % bbp en de al hoge overheidsschuld zal nog toenemen vanaf 2023

Het begrotingstekort¹ blijft structureel hoog
(in % bbp)



De schuldgraad² neemt toe
(in % bbp)



Banque Nationale Bank
DE BELGIE VAN BELGIE
Eurosysteem

Bronnen: INR, NBB.

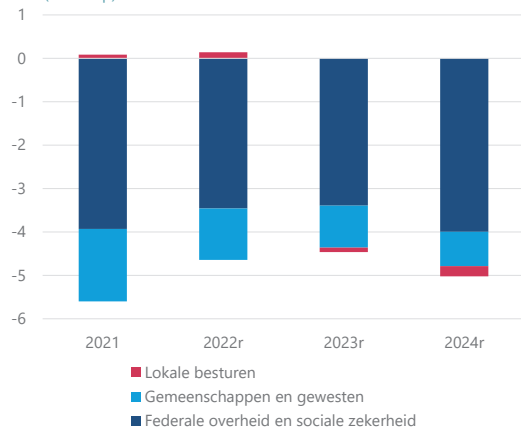
¹ Deze cijfers houden geen rekening met het impliciete tekort van gemiddeld 0,4 % bbp op jaarbasis tussen 2021 en 2026, voor de schuldfinanciering van de subsidies aan de EU-lidstaten in het kader van het NGEU-programma.

² Voorjaarsprognoses van de NBB; intussen heeft het INR de schuldgraad voor 2021 herzien tot 108,4 % bbp.

/ 2

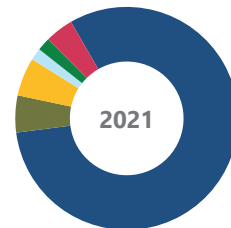
Het tekort en de schuld zitten vooral op federaal niveau

Het begrotingstekort blijft het hoogst op federaal niveau
(in % bbp)



Het leeuwendeel van de overheidsschuld zit op federaal niveau

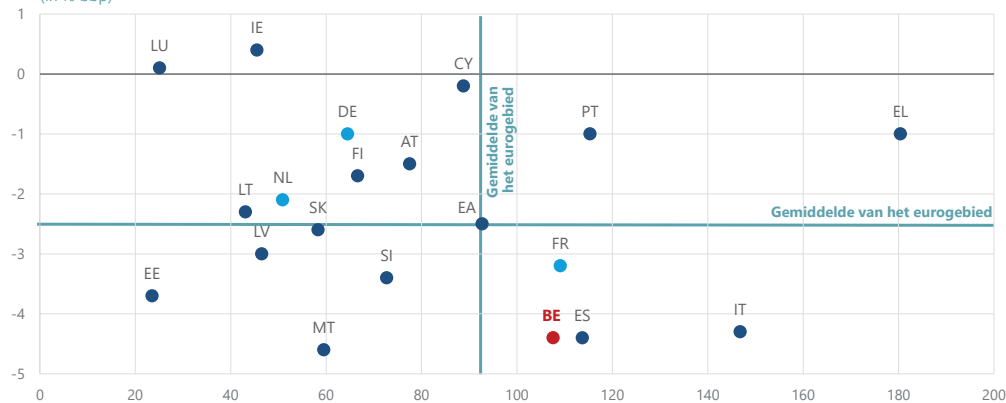
(aandeel van de deelsectoren in de totale overheidsschuld in België)



- Federale overheid en sociale zekerheid
- Vlaamse Gemeenschap
- Waals Gewest
- Brussels Hoofdstedelijk Gewest
- Franse Gemeenschap
- Lokale overheid

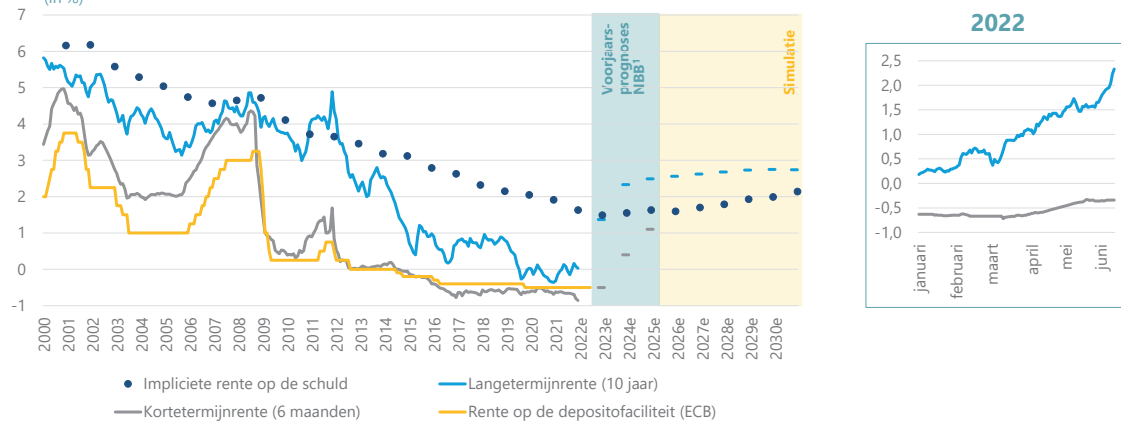
De schuldgraad en het tekort zijn bij de hoogste in het eurogebied

Schuldgraad (x-as) en saldo (y-as) van de overheid in 2023
(in % bbp)



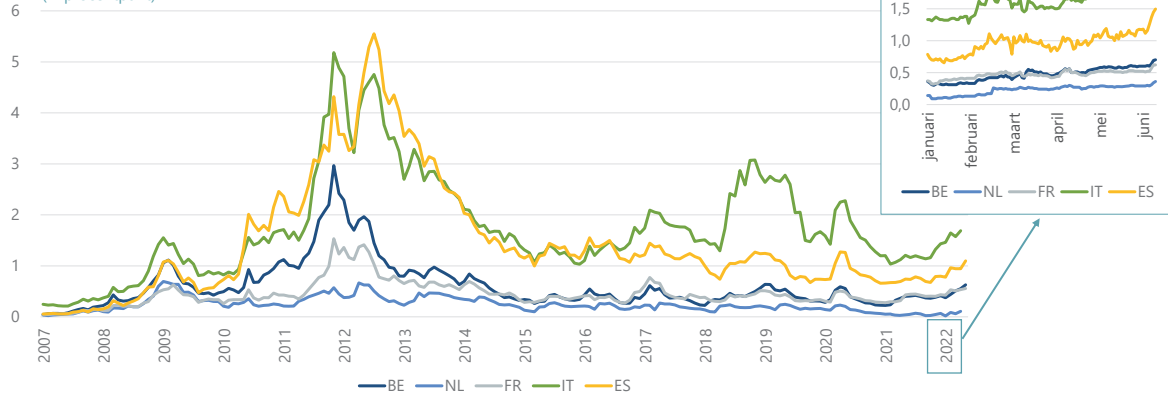
Na een lange periode van dalende rentevoeten, zijn ze begin dit jaar beginnen te stijgen

Verloop van de impliciete rente op de schuld en van de rentevoeten
(in %)

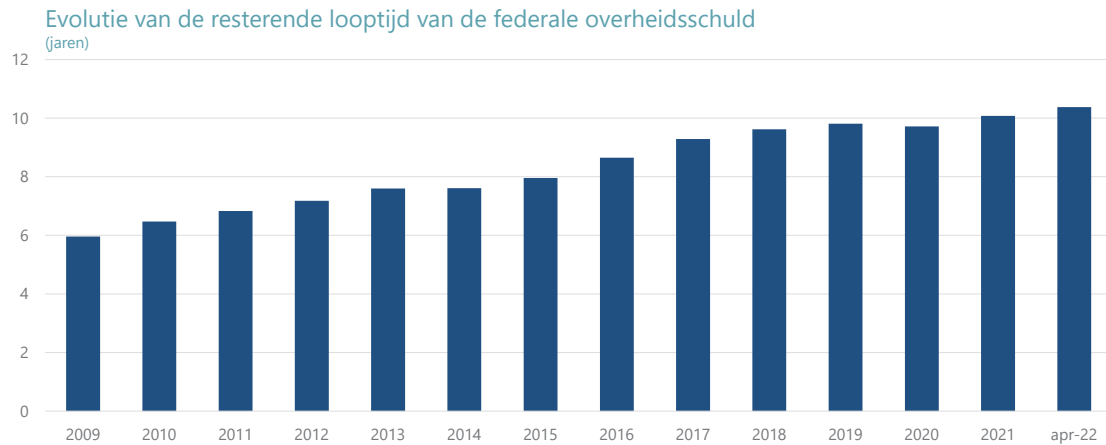


De toename van de Belgische spread ten opzichte van Duitsland blijft beperkt

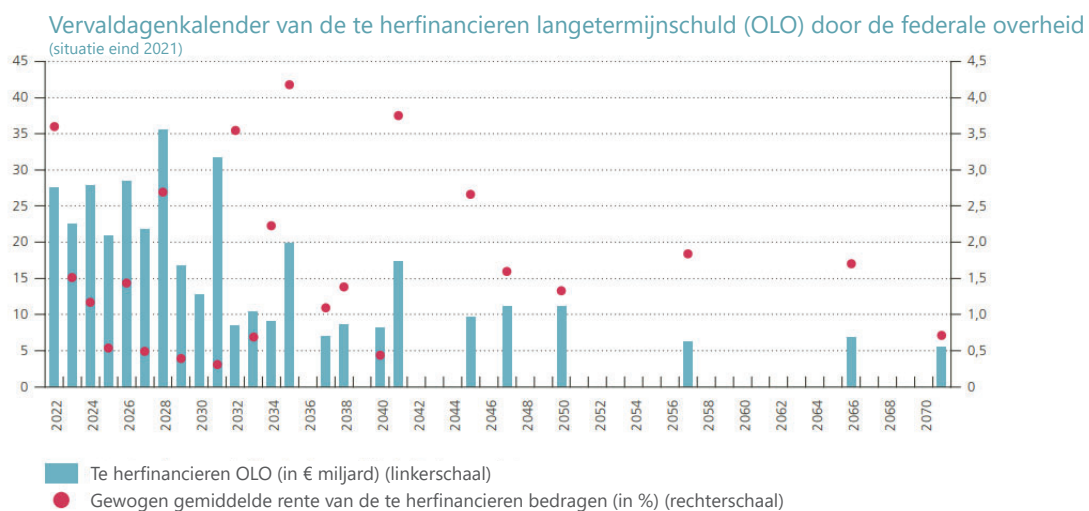
Rendementsecart van de OLO op tien jaar in vergelijking met de Duitse Bund
(in procentpunt)



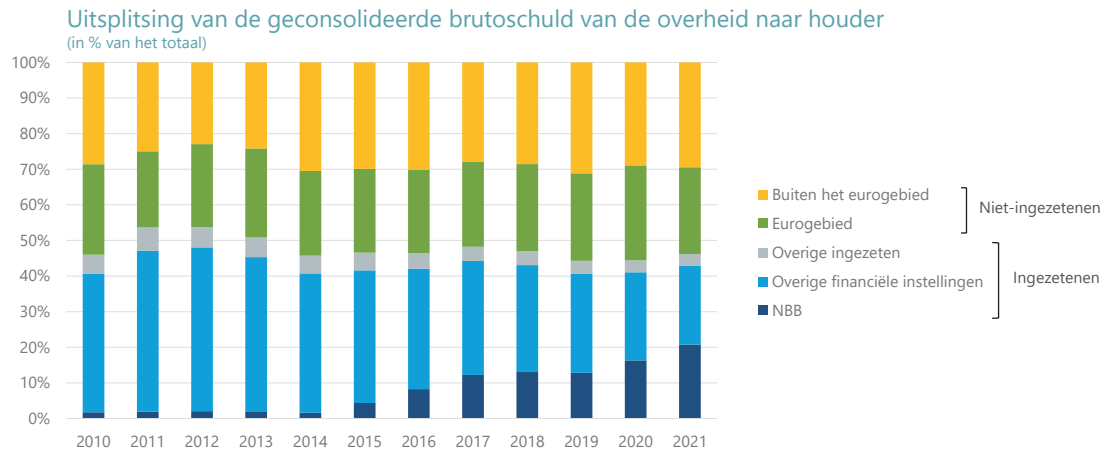
De langere looptijd van de federale schuld zal het effect van de rentestijgingen vertragen



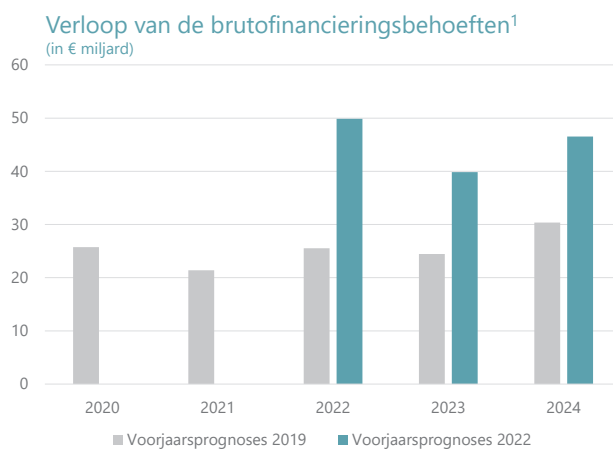
De extra marges voor een verlaging van de rentelasten waren al beperkt aan het worden, zelfs in een omgeving van (zeer) lage rentetarieven



Het aandeel van de Belgische overheidsschuld dat wordt aangehouden door de NBB is toegenomen sinds 2015



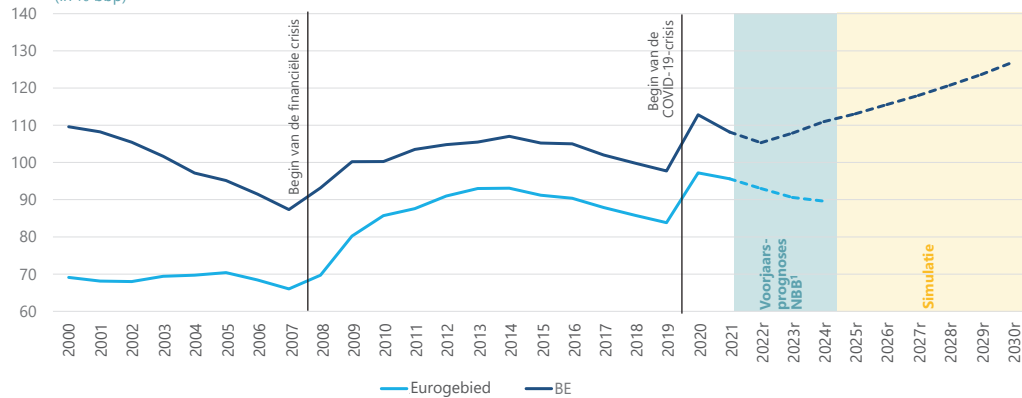
Sinds de COVID-19-crisis doen de grotere tekorten de brutofinancieringsbehoeften oplopen



**De begrotingstekorten
doen de gevoeligheid voor
de rentevoeten toenemen**

Bij ongewijzigd beleid zal de schuld de komende jaren nog toenemen

Verloop van de schuldgraad¹
(in % bbp)

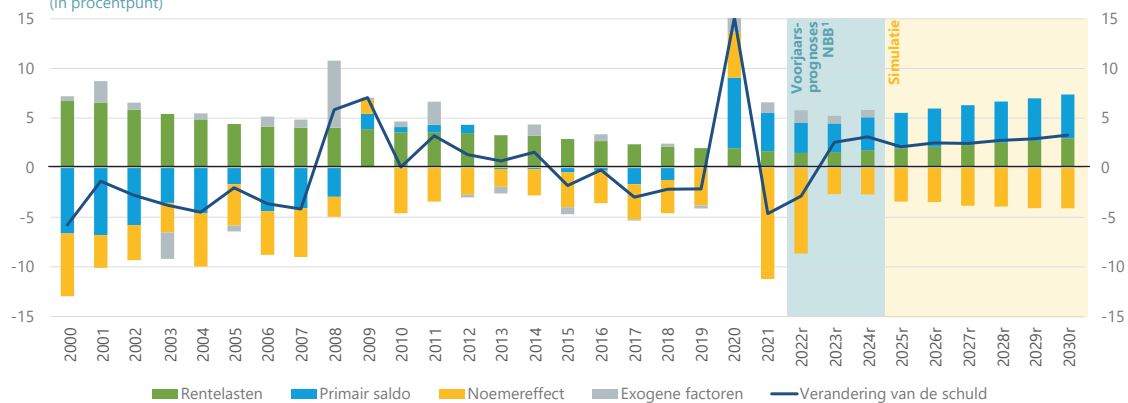


Bronnen: NBB, Eurosysteem, INR.

¹ Het basisscenario geeft de macro-economische prognoses van de Bank van juni 2022 weer die lopen tot in 2024, gecorrigeerd voor de meest recente rentevoeten (1-16 juni) voor 2023 en 2024. Voor de periode 2025-2030 gaat het basisscenario uit van het primair saldo van 2024 en neemt het daarbij de vergrijzingskosten en de hypothesen over het verloop van het bbp uit het verslag van de SCvV van juli 2021 over. De nominale rentetarieven reflecteren de marktverwachtingen van de eerste helft van juni 2022, terwijl de inflatie (die hier gelijkloopt met de bbp-deflator) vanaf 2025 2 % bedraagt. De overige hypothesen zijn dat de looptijd van de schuld stabiel blijft op gemiddeld tien jaar en dat er geen exogene factoren van invloed zijn op de schuldgraad. Prognoses voor het eurogebied door het Eurosysteem (juni).

De schuldtoename wordt voornamelijk gedreven door het primair saldo

Uitsplitsing van de overheidsschulddynamiek¹
(in procentpunt)

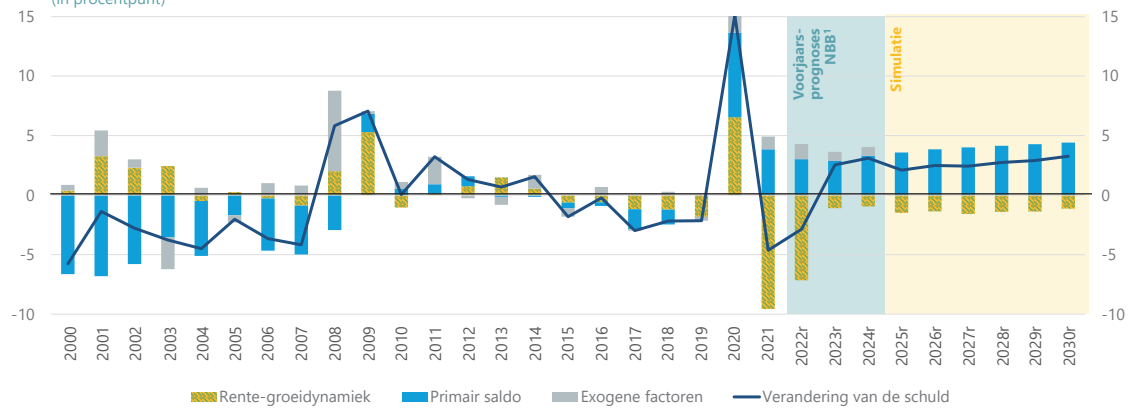


Bronnen: INR, NBB.

¹ Realisaties tot 2021, economische voorjaarsprognoses van de NBB tussen 2022 en 2024 (gecorrigeerd voor de meest recente rentevoeten vanaf 2023), en simulatie-oefening tussen 2025 en 2030.

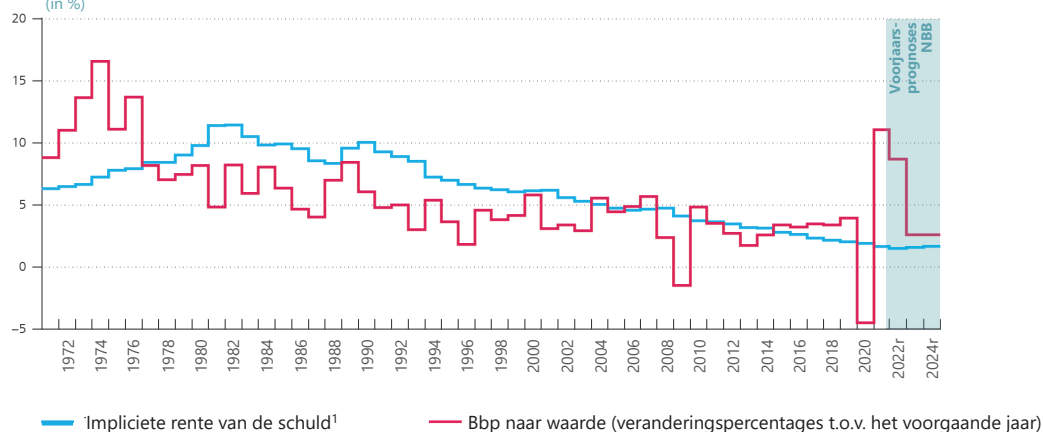
De 'rente-groeiendynamiek' blijft gunstig voor de schulddynamiek

Uitsplitsing van de dynamiek van de overheidsschuld¹
(in procentpunt)

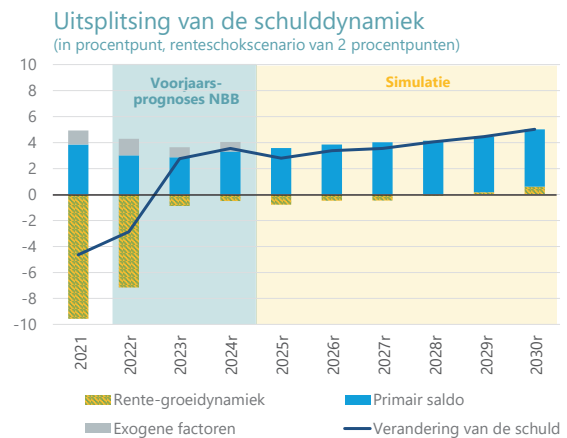
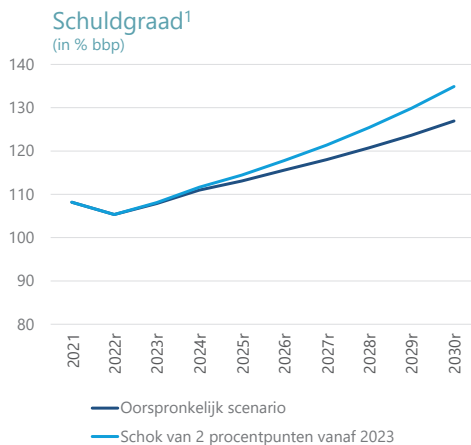


De gunstige rente-groeiendynamiek is een recent verschijnsel en kan omkeren

De rente-groeiendynamiek was niet altijd gunstig en zal dat misschien niet meer of niet meer in die mate zijn in de toekomst
(in %)



Zonder extra begrotingsinspanning zou een extra renteschok leiden tot een gevaarlijke schulddynamiek



- Door het hoge structurele begrotingstekort en de hoge schuldgraad bevindt België zich in een **ongunstige uitgangspositie**
- De periode van uiterst lage rentetarieven is voorbij, hoewel vanuit historisch perspectief de **stijging van de rentetarieven tot dusver beperkt** is
- Dankzij de verlenging van de looptijd van de schuld **zal de rentelast slechts geleidelijk toenemen**
- De toename van de rentelast **zal een grotere inspanning van het primair begrotingssaldo vergen** teneinde de opwaartse schulddynamiek om te buigen
- De ombuiging van de opwaartse schulddynamiek door een **structurele verbetering van het primair saldo is noodzakelijk om de houdbaarheid van de overheidsschuld** te waarborgen en in staat te zijn een extra negatieve schok op te vangen