



## De Nederlandsche Bank, de EMU en het tekort van de overheid

**Auteur(s):**

Grauwe, P. de

*De auteur is hoogleraar aan het Centrum voor Economische Studietoeken van de Katholieke Universiteit Leuven.***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4056, pagina 408, 1 mei 1996

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

eu, emu, overheidsfinanciën

*In het Jaarverslag houdt de Nederlandsche Bank vast aan strikte interpretatie van de criteria van Maastricht. Dat is niet haalbaar, en mede daarom niet verstandig, betoogt P. de Grauwe.*

**De Nederlandsche Bank besteedt in haar Jaarverslag 1995 veel aandacht aan de introductie van de EMU. Dat is niet verwonderlijk; als het zover komt zullen de implicaties van de EMU voor de Nederlandse economie van fundamentele betekenis zijn. Ik wil het in mijn bespreking van het Jaarverslag van de Bank dan ook uitsluitend hebben over de EMU, en hoe we er geraken.**

Bij het lezen van het verslag vallen twee punten op. Ten eerste ontpopt de Nederlandsche Bank zich opnieuw als pleitbezorger van een strikte toepassing van de convergentiestrategie zoals uitgestippeld in Maastricht. Ten tweede zal het volgens de Bank allemaal wel meevallen. Mits de nodige inspanningen worden gedaan zal zeker de helft van de landen van de Europese Unie in de EMU kunnen instappen. Dit laatste wordt weliswaar niet met zoveel woorden gesteld in het Verslag, maar werd wel door de President van de Bank bij een andere gelegenheid voorspeld.

### Twee argumenten tegen het tekort-criterium

Dat er budgettaire gesaneerd moet worden in een aantal Europese landen zal door weinigen ontkend worden. De overheidsschuld heeft in vele Europese landen recordhoogtes bereikt in vreedstijd, en hangt als een zwaard van Damocles boven het overheidsbeleid. De hoge overheidsschuld belet niet alleen het voeren van een adequaat conjunctuurbeleid, ze hypothekeert ook de toekomst van de sociale zekerheid (en vooral het pensioenstelsel). Reden genoeg om werk te maken van budgettaire sanering.

De vraag die zich hier echter stelt is de volgende. Is het zinvol de start van de EMU afhankelijk te maken van de oplossing van de grote budgettaire problemen in de Europese Unie? Mijn antwoord hierop is ondubbelzinnig negatief. Ik zie twee redenen hiervoor.

#### *Tekortreductie kost tijd en moeite*

Ten eerste is het proces van budgettaire sanering een zaak van lange adem. De sociale zekerheid moet hervormd worden om de ingebouwde uitgavenstijging te stoppen. Een dergelijke hervorming vergt veel tijd. De muntunie daarentegen kan op korte termijn gerealiseerd worden. Bovendien botst deze hervorming op grote maatschappelijke weerstanden. Vele mensen die genieten van het overheidsmanna, worden getroffen. Belastingen worden verhoogd. De weerstanden tegen dit beleid zijn dan ook groot. Door de start van de muntunie te koppelen aan budgettaire sanering wordt de vijandschap ten aanzien van de sanering verschoven naar de muntunie zelf. De regeringen van de meeste EU-landen, de Nederlandse regering inclusief, hebben een handje toegestoken in het impopulair maken van de muntunie. Door budgettaire sanering te verkopen als iets dat noodzakelijk is voor de muntunie, hebben ze als het ware een destructief virus in het programma van monetaire eenwording ingeplant. Ze hebben meteen ook de sociale consensus ten voordele van de EMU ondermijnd. Dit proces is misschien niet zo duidelijk in Nederland; dit is het wel in Frankrijk en in toenemende mate in België.

#### *Versterkte tweedeling*

Een tweede gevaar van de koppeling van budgettaire sanering aan de muntunie is dat deze zal leiden tot een splitsing van de Europese Unie. Landen met zwakke overheidsfinanciën zullen veel tijd nodig hebben om deze recht te trekken. Het feit dat ze tijdens deze periode van sanering uitgesloten worden van de muntunie, zal deze sanering ten zeerste bemoeilijken. Dit heeft te maken met het feit dat landen die uit de EMU worden gehouden rekening moeten houden met een devaluatierisico. Dit introduceert een risicopremie in de langetermijnrentevoet. Voor landen als Italië, Spanje, Portugal, Zweden bedraagt deze premie ongeveer 300 basispunten. Met een overheidsschuld die in die landen niet ver van 100% van het bbp gelegen is, vertegenwoordigt dit een extra budgettaire last die ongeveer 3% van het bbp bedraagt. Deze extra last is er, omdat deze landen nu door de markt verondersteld worden niet in de EMU te zullen stappen.

Landen met een ongunstige financiële en budgettaire situatie dreigen meteen in een 'slecht evenwicht' terecht te komen, waarbij de verwachting dat ze niet in de muntunie zullen terechtkomen hun budgettaire situatie verslechtert, zodat ze inderdaad niet in de muntunie terecht komen. Er is dus in deze dynamiek van de Maastricht-criteria een 'self fulfilling prophecy' die de convergentie voor langere tijd zal bemoeilijken, en die in de landen die erdoor getroffen worden de populariteit van de EMU nog verder zal ondermijnen.

Het officiële optimisme, inclusief dat van de Nederlandsche Bank over de convergentie is dan ook misplaatst. Indien de convergentievoorwaarden strikt worden aangehouden, hetgeen de wens is van de Nederlandsche Bank, dan is een splitsing van de Europese Unie onvermijdelijk. Deze splitsing zal niet zomaar in een handomdraai worden weggewerkt. De gevolgen van de desintegratie op het politieke en economische vlak zijn niet te overzien.

Sommigen zullen uit deze argumentatie misschien besluiten dat het waarschijnlijk beter is de muntunie niet te starten, en dat, met andere woorden, Europa nog niet rijp is voor een muntunie. Een dergelijk besluit kan zeker getrokken worden op basis van de theorie van de optimale muntzones. Toch is dit besluit eigenlijk niet meer relevant. De landen die het Verdrag van Maastricht hebben getekend, hebben voor zichzelf uitgemaakt dat een muntunie goed is voor hen. De vraag is dan of de budgettaire normen een voldoende reden zijn om sommige van deze landen uit de muntunie te houden. Dit is meteen ook de vraag of het vervullen van deze budgettaire normen een noodzakelijke voorwaarde is voor een muntunie.

## **Twee argumenten vóór het tekortcriterium**

Twee argumenten worden gewoonlijk naar voren geschoven door de voorstanders van het idee dat de EMU slechts van start kan gaan met landen die voldoen aan de Maastrichtse budgettaire normen.

### *Inflatie*

Een eerste argument stelt dat landen met een hoge schuldratio een sterke prikkel hebben tot het creëren van onverwachte inflatie. Immers, een onverwachte inflatoire opstoot vermindert de last van de overheidsschuld. Als de landen met een hoge overheidsschuld tot de EMU worden toegelaten, dan zal de druk om inflatie te creëren groot zijn zodat de EMU geen prijsstabiliteit zal kunnen garanderen.

Het lijkt een redelijk argument. Toch wordt het belang ervan, mijns inziens, sterk overschat. Er is ten eerste de empirische evidentie. Er is in de industriële wereld geen enkel verband te bespeuren tussen de hoogte van de overheidsschuld en de inflatie. Landen met een hoge schuldratio (België, bijvoorbeeld) hebben gemiddeld geen hogere inflatie dan landen met een lage overheidsschuld. Bovendien is sinds de laatste tien jaar de inflatie in de industriële landen stelselmatig gedaald terwijl de overheidsschuld op dramatische wijze is toegenomen.

De belangrijkste reden waarom het verband tussen overheidsschuld en inflatie zo zwak is, heeft te maken met het feit dat landen met hoge overheidsschuld snel gedwongen worden de looptijd van de schuld drastisch te verkorten (Italië is hier een goed voorbeeld van). Het gevolg is dat onverwachte inflatie nog nauwelijks voordelen biedt voor de overheid. Door het verkorten van de looptijd van de schuld ontnemen de markt de overheid de wil om de last van de schuld te verminderen door het creëren van onverwachte inflatie.

Maar zelfs indien een inflatoir gevaar zou uitgaan van een te hoge overheidsschuld, dan nog is niet duidelijk waarom de convergentienormen dit probleem zouden oplossen. Immers, zodra landen tot de muntunie worden toegelaten valt de sanctie weg die hen ertoe gebracht heeft het begrotingstekort en de overheidsschuld te verminderen. Waarom zouden dan de maatschappelijke mechanismen die geleid hebben tot te hoge tekorten en schuldposities in het verleden plots wegvallen als deze landen in de muntunie stappen? De Maastrichtnormen, als intrede-voorwaarden, geven op dit vlak geen enkele garantie.

### *Hoge rente*

Het meest populaire argument om budgettaire normen op te leggen in een muntunie is gebaseerd op 'spill over'-effecten van het budgettaire beleid. In een muntunie neemt de financiële interdependentie toe. Het gevolg hiervan is dat wanneer een land zoals Italië te grote overheidstekorten heeft en dus teveel een beroep doet op de kapitaalmarkt, dit de lange-termijnrente in de unie optrekt, zodat er crowding out-effecten ontstaan in de gehele muntunie en zodat ook de overheden van de andere landen de last van hun schuld zien toenemen.

Ook hier weer lijkt het argument redelijk te zijn. Toch stelt zich hier ook de vraag over het belang ervan. Immers, in een wereld van steeds grotere kapitaalmarktintegratie is het zeer de vraag of een land zoals Italië in staat zal zijn de reële lange-termijnrente in de muntunie te beïnvloeden. De reële lange-termijnrente is meer en meer het resultaat van wereldwijde bewegingen in vraag en aanbod van spaarmiddelen. Om invloed uit te oefenen op deze reële rente in de EMU zou de Italiaanse overheid de reële rente in de wereld moeten kunnen beïnvloeden, iets dat bijzonder onwaarschijnlijk is.

Bovendien zijn de kapitaalmarkten verfijnder geworden in de evaluatie van risico's. Dit maakt het mogelijk een hogere risicopremie vast te hechten aan de schuld uitgegeven door nationale overheden die buitensporige begrotingstekorten opstapelen. Dit heeft dan ook tot gevolg dat de schuld van de andere overheden in de muntunie gevrijwaard wordt van de opwaartse druk op de rentevoet. Op die manier worden de potentiële 'spill over'-effecten verminderd: de overheden die teveel schuld uitgeven, betalen in eerste instantie de prijs van dit beleid door een toename van de interest die ze moeten betalen op hun schuld.

## **Slot**

Uit het voorgaande willen we zeker niet concluderen dat er geen risico's verbonden zijn aan een te hoge overheidsschuld in een muntunie. Er is een gevaar voor te veel inflatie, en de 'spill over'-effecten kunnen niet volledig uitgesloten worden. Wat we hier wel hebben benadrukt is dat deze risico's door de officiële instanties, waaronder de Nederlandsche Bank, worden overschat, terwijl de risico's van een verder doorzetten van het Maastrichtse EMU-scenario voor de eenheid van de Europese Unie door diezelfde instanties worden onderschat.

Mijn besluit is dat we verplicht zullen zijn een ander scenario toe te passen dan hetgene dat vandaag door de Duitse overheden, en in hun kielzog de Nederlandsche Bank, als enig zaligmakend naar voren wordt geschoven. Dit Duits-Nederlandse scenario is gebaseerd op de meest strikte interpretatie van het verdrag van Maastricht. Willen we het grote risico van een desintegratie van de EU tegengaan, dan zullen we een alternatief scenario moeten hanteren, waarin de convergentievoorwaarden soepeler gehanteerd worden. Het Verdrag van

Maastricht laat dit toe. Alleen de politieke wil staat vandaag in de weg om dit alternatieve scenario toe te passen.

---

Copyright © 1996 - 2003 Economisch Statistische Berichten ([www.economie.nl](http://www.economie.nl))