

De zin van de Maastrichtse begrotingscriteria

Beleidsmakers en wetenschappers strijden voort over de zin danwel onzin van de Maastrichtse begrotingsnormen.

De begrotingscriteria voor de Economische en Monetaire Unie (EMU) ontberen volgens Buiters elke theoretische of empirische onderbouwing (*ESB*, 18 maart). Het tekortcriterium zou niet te verdedigen zijn met een beroep op externe effecten, het schuld criterium zou vergeten dat de markt reeds budgettaire discipline afdwingt. Erger dan de overbodigheid van de criteria is volgens Buiters slechts hun schadelijke effect. Het plafond van 3% van het bbp voor het vorderingstekort van de overheid zou een deflatoire tendens geven aan het begrotingsbeleid. Het plafond van 60% van het bbp voor de overheidsschuld zou een optimaal schuldverloop ('random walk') dwarsbomen. Onderstaand wordt op deze punten van Buiters kritiek ingegaan.

Externe effecten

Buiters meest fundamentele kritiek betreft het karakter van de externe effecten van financieringstekorten op EMU-rente en ecu-wisselkoers. Deze effecten komen tot stand via de markt en vormen daarom volgens Buiters geen aanleiding voor internationale coördinatie van budgettair beleid. Als in een normale markt de vraag naar bananen stijgt, zal de prijs van bananen omhoog gaan zonder negatieve gevolgen voor de economische doelmatigheid. Evenzo, aldus Buiters, geldt dit voor de EMU-rente als overheden grotere tekorten moeten financieren. Deze redenering is echter niet van toepassing op de EMU. In de EMU is wat betreft de financiering van tekorten namelijk geen sprake van een markt met volkomen mededinging.

Zodra marktdeelnemers invloed hebben op de marktprijs, doet strategisch gedrag zijn intrede en ontstaat een spelsituatie. Relevant voor een spelsituatie is dat de spelers elkaars welvaart beïnvloeden. Irrelevant is of deze welvaartsafhankelijkheid via

de markt of buiten de markt om tot stand komt. Veronderstel bij voorbeeld dat op de bananenmarkt sprake is van prijszetting door oligopolisten. Het feit dat oligopolistische prijszetting via de markt werkt, neemt niet weg dat het oligopolistische marktevenwicht suboptimaal is: er worden te weinig bananen tegen een te hoge prijs aangeboden. In de EMU zal eveneens sprake zijn van een spelsituatie. Er zijn grote landen die via hun budgettair beleid EMU-rente en ecu-koers beïnvloeden. Gegeven deze externe effecten kan niet worden aangenomen dat ongecoördineerd beleid doelmatig is.

Marktdisciplinerend

Bovendien, voor zover het bezorgdheid betreft over tekorten die tot wanbetaling kunnen leiden, kan volgens Buiters worden vertrouwd op de disciplinerende werking van financiële markten. Het enige wat daarvoor nodig is, is een 'no-bail-out'-clausule. Tegelijkertijd erkent Buiters dat de naleving van deze clausule een politieke zaak is. Juist daarom getuigt het typisch Angelsaksische vertrouwen in marktefficiëntie van lichtgelovigheid. In het verleden hebben de lidstaten van de EG aan medelidstaten leningen verstrekt waarvan de conditionaliteit uiteindelijk weinig bleek voor te stellen. De vraag is of de knieën minder zwak zullen zijn als het op wanbetaling aankomt. Als markten erop speculeren dat overheden toch voor elkaar op de bres zullen springen, kan niet worden vertrouwd op marktdisciplinerend. Het kan daarom geen kwaad om door middel van een schuld criterium te voorkomen dat de hardheid van de 'no-bail-out'-clausule al te snel wordt getest.

Daarnaast kan de markt eenvoudigweg de kredietwaardigheid van debiteuren verkeerd beoordelen. De internationale schuldencrisis en de financiële crisis van de stad New

York zijn voorbeelden van een verkeerd markt oordeel. De door Buiters gepresenteerde, theoretisch correcte maar praktisch weinig bruikbare formule voor de kredietwaardigheid van overheden zal dergelijk marktfalen niet kunnen voorkomen.

Ten slotte knoopt Buiters beroep op marktdisciplinerend uitsluitend aan bij het vermijden van wanbetaling. Een minstens zo relevant gevaar voor de monetaire stabiliteit in de EMU echter zijn tekorten die inflatoir werken. Dergelijke tekorten kunnen wellicht enige marktreactie in de vorm van een hogere risicopremie uitlokken, maar de disciplinerende werking hiervan, zo leert de praktijk, schiet ruimschoots tekort.

Meerwaarde van criteria

Er is derhalve voldoende reden om naast de disciplinerende werking van de markt afspraken te maken over het kader voor nationaal budgettair beleid. Zoals naar voren kwam bij de bespreking van de 'no-bail-out'-clausule hebben hierbij naast economische ook politieke overwegingen een rol gespeeld. Wat Sterks, De Haan en De Kam opmerken over het sneuvelen van goede voornemens van regeringen, is ook bij regeringen bekend¹. Landen als Duitsland en Nederland die al een harde munt en een lage inflatie hebben, hebben daarom een minimum aan waarborgen geëist opdat de ecu minstens zo hard zal zijn². Tegen deze achtergrond moet worden bekeken of de begrotingscriteria doelmatig zijn.

Wat is de exacte functie van de criteria? De criteria fungeren als seinlichten die voor bepaalde risico's moeten waarschuwen. In de eerste plaats dienen ze te waarschuwen voor tekorten die de monetaire stabiliteit bedreigen als gevolg van oververhitting van de economie of als gevolg

1. C.G.M. Sterks, J. de Haan en C.A. de Kam, Maastrichts compromis: geen voodoo-economie, *ESB*, 18 maart 1992.

2. Strikt economisch bekeken klopt Buiters vaststelling dat voor Nederland de baten van één munt relatief klein zijn. Immers, de meeste becijferbare baten van de EMU worden al in het voortraject gerealiseerd: de interne markt, de kapitaal liberalisatie enz. De introductie van één munt is echter meer dan een economisch politiek doel. Niet voor niets is ook besloten een aanvang te maken met een Europese Politieke Unie. Deze politieke unie kan, als het leidt tot een krachtiger Europa, op zijn beurt belangrijke economische gevolgen met zich meebrengen.

van overbelasting van het monetair beleid bij een te grote effectieve vraag. Opgemerkt zij dat in de EMU bij een vraagoverschot in een lidstaat geen alarmsignaal meer kan uitgaan van een lopende-rekeningtekort. Overbelasting van het monetair beleid kan optreden als een vraagoverschot dwingt tot een zeer restrictief monetair beleid. De onafhankelijkheid van de ECB kan in zo'n situatie op de proef worden gesteld als de regeringen vervolgens de ECB aanwijzen als de verantwoordelijke voor de hoge rentestand. Verder kunnen begrotingstekorten via hun effect op de rente ook het wisselkoersbeleid doorkruisen.

In de tweede plaats dienen de criteria te waarschuwen voor tekorten die een onhoudbare schuldpositie genereren. Dat wil zeggen een schuld die zo hoog is dat een effectief monetair en budgettair beleid wordt bedreigd of die uiteindelijk tot wanbetaling kan leiden. Bij een schuld waarvan de rentelasten een groot beslag leggen op de begroting, bestaat kwetsbaarheid voor het rentebeleid van de ECB.

Van belang om te realiseren is dat, als één van de lichten op rood springt, pas na een evaluatie van de budgettaire situatie in een bredere context wordt bepaald of er sprake is van een excessief tekort. Bij deze beslissing zal bovenal het doel van de criteria in het achterhoofd worden gehouden: vormt de budgettaire situatie van het betrokken land een bedreiging voor de monetaire stabiliteit? Zo niet, dan kan coulanter worden gereageerd. Buiten vergeet dit en bestempelt de criteria te snel als star.

Kortom, in wezen creëren de criteria meer zekerheid dat de ECB haar taak, handhaving van prijsstabiliteit, kan vervullen. In die zin zijn ze complementair aan het verbod op monetaire financiering en bevoorrechte toegang van de overheid tot financiële markten en aan de 'no-bail-out'-clausule. In dit licht is eveneens begrijpelijk dat er in de EMU geen verbod op indirecte monetaire financiering geldt. Immers, van de ECB mag worden verwacht dat zij verstandig met deze vrijheid zal omgaan.

Schadelijke effecten?

Inderdaad zullen de begrotingscriteria in de meeste lidstaten de eerstkomende jaren nopen tot een meer deflatoir beleid dan de afgelopen jaren is gevoerd. De vraag is of dit be-

zwaarlijk is. Ondanks een geringe verbetering in 1990-1991 van de gemiddelde begrotingstekorten in de EG, een daling van 4,7% bbp tot 4,3% bbp, is dit niveau te hoog. Landen als Portugal (5,4%), Italië (9,9%) en Griekenland (17,9%) hadden in 1991 naast excessieve tekorten ook een hoge inflatie (CPI): respectievelijk 11,7%, 6,4% en 20%. Alhoewel deze cijfers illustreren dat er geen mechanisch verband bestaat tussen de tekort en inflatie, suggereren ze wel dat het tekort (mede in combinatie met de financiering ervan) een belangrijke medebepalende factor is. Met name in Italië en Griekenland zijn mede met het oog op inflatiereductie herhaaldelijk budgettaire aanpassingen voorgenomen maar niet uitgevoerd. Het zou tot de baten in plaats van de kosten van de EMU moeten worden gerekend als deze landen hun ambities dank zij de begrotingscriteria zouden waarmaken. Hetzelfde geldt voor landen als Nederland, België en Ierland die vooral een te hoge overheidsschuld hebben.

Naast dit aanvankelijke deflatoire effect van de criteria wijst Buiters op de beperking van cyclische tekortvariaties tot een plafond van 3%. Sterks, De Haan en De Kam hebben er in hun artikel al op gewezen dat cyclische variaties rond 2% dus wel zijn toegestaan. Dit biedt voor de meeste landen, met uitzondering van Portugal en Spanje waar bruto overheidsinvesteringen tussen 4 en 5% liggen, in beginsel voldoende ruimte voor conjuncturele fluctuaties in combinatie met de gulden financieringsregel.

Met betrekking tot het effect van het schuld criterium op het schuldverloop volstaat een kort antwoord. In theorie mag een 'random walk' optimaal zijn, in de praktijk kiezen overheden regelmatig voor een 'silly walk' van steeds stijgende schuld. Dergelijk overheidsgedrag vraagt om een pragmatisch antwoord in de vorm van een schuld criterium.

Conclusie

Er kan niet van worden uitgegaan dat ongecoördineerd budgettair beleid in de EMU doelmatig is. Bovendien is de disciplinerende werking van de markt onvoldoende om de monetaire en financiële stabiliteit te verzekeren. De criteria voor overheidstekort en overheidsschuld vormen daarom belangrijke hulpmiddelen voor het veilig stellen van een gezond budgettair en vooral mone-

tair beleid in de EMU. Bovendien laat de signaalfunctie van de begrotingscriteria toe dat rekening kan worden gehouden met de specifieke situatie van een lidstaat. De schadelijke effecten die de criteria in theorie zouden kunnen hebben, zijn gegeven het werkelijke gedrag van overheden niet van belang. Integendeel, een eventueel deflatoir beleid in de komende jaren zou eerder tot de baten van de EMU moeten worden gerekend.

B. de Haas

De auteur is beleidsmedewerker op de afdeling Internationale Monetaire Zaken van het Ministerie van Financiën. Hij dankt Leo Verwoerd, Henk Huisman en Pieter Stek voor hun commentaar. De inhoud van dit artikel geeft de persoonlijke mening van de auteur weer.