

# Economische en Monetaire Unie: tekort maakt schuld?

W.O. Schilperoord

*De auteur is werkzaam bij het ministerie van Financiën, directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen. Met dank aan Peter Wierts, Wouter Raab en Rits de Boer voor nuttige suggesties.*  
w.schilperoord@minfin.nl

In verschillende Europese lidstaten valt de schuldquote niet direct te herleiden uit de tekortcijfers. In het Europese toezicht op de begrotingen van de lidstaten dient hiermee rekening te worden gehouden.

De schuldquote van een land kan volgens de literatuur voor een gegeven nominale groei worden afgeleid uit de tekortcijfers. Dit artikel gaat dieper in op de relatie tussen de schuldquote en de tekortcijfers. Het laat zien dat in de praktijk in verschillende Europese lidstaten de schuld momenteel hoger ligt dan verwacht zou worden op basis van de tekorten. Dat is een belangrijke constatering, omdat lidstaten in Brussel vooral worden afgerekend op hun tekortcijfers, waarbij de impliciete veronderstelling is dat de schuldquote op termijn zou volgen uit de tekorten. Bovendien geldt dat de schuldquote meer dan het tekort een indicatie geeft of de overheid op lange termijn aan haar verplichtingen kan voldoen. Dit artikel behandelt de verklaringen voor verschillen tussen de tekortcijfers en de schuldquote en beantwoordt de vraag welke betekenis aan deze verschillen moet worden gehecht in het Europese begrotingstoezicht.

## De relatie tussen tekorten en schuld

De relatie tussen overheidstekorten en -schuld is voor het eerst onderbouwd door Domar (1944) en is sindsdien toegepast in de literatuur over schulddynamiek binnen de EMU (De Grauwe, 2003) en schuldhoudbaarheid (Arbeláez et al., 2003). Deze literatuur zet het schuldopdrijvende effect van lopende overheidsuitgaven plus de rentekosten van overheidsschuld af tegen het feit dat economische groei en inflatie de schuld als percentage van het bbp doen afnemen. De literatuur vindt dat zolang de nominale groeivoet van het bbp groter is dan de rentevoet, de overheid zich een zeker begrotingstekort kan veroorloven zonder dat de schuldquote oploopt. We kunnen de relatie tussen de schuld en het tekort als volgt weergeven:

$$S_t = S_{t-1} + T_t \quad (1)$$

Waarin S de schuld en T het tekort. Of te wel; in absolute termen (miljarden) neemt de schuld elk jaar toe met het overheidstekort op de begroting. Deze vergelijking kan worden herschreven als percentage van het bbp (Y):

$$\frac{S_t}{Y_t} = \frac{S_{t-1}}{Y_t} + \frac{T_t}{Y_t} \quad (2)$$

De schuldquote kan dan als volgt worden afgeleid uit de schuldquote in de vorige periode:

$$\frac{S_t}{Y_t} = \frac{S_{t-1}}{Y_{t-1}} * \frac{1}{(1+g_t)} + \frac{T_t}{Y_t} \quad (3)$$

waarin de nominale groeivoet van het bbp is.

De schuldquote zal naar een bepaalde constante waarde convergeren indien het schuldopdrijvende effect van overheids-tekorten wordt gecompenseerd door een exogene nominale bbp-groei. In deze evenwichtssituatie geldt dat de verandering in de schuldquote gelijk is aan nul, of te wel :

$$\frac{S_t}{Y_t} = \frac{S_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{S}{Y} : \quad (4)$$

$$\frac{S}{Y} = \frac{\frac{T}{Y}}{1+g}$$

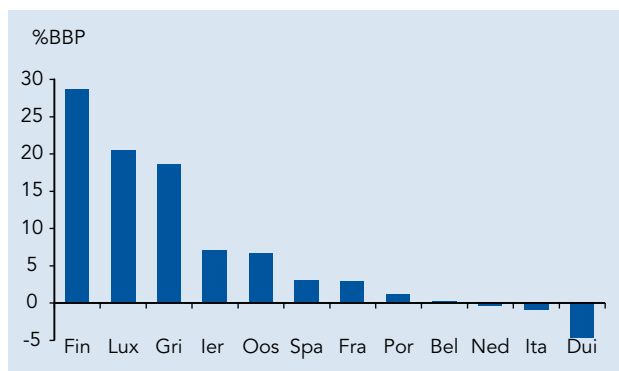
Voor lage waarden van nominale groei kan de term  $\frac{g}{1+g}$  benaderd worden met g. Zo ligt aan het Verdrag van Maastricht ten grondslag dat als lidstaten hun tekorten kleiner dan drie procent van het bbp houden, de schuldquote onder de 60 procent blijft (of daar naar toe daalt) uitgaande van een nominale groei van vijf procent. Overigens preciseert vergelijking (4) de veronderstelling uit het Europese Verdrag: indien een lidstaat een tekort van drie procent van het bbp aanhoudt en de nominale groei vijf procent bedraagt, convergeert de schuldquote niet naar 60 procent maar naar 63 procent! Dit verschil ontstaat doordat de groeivoet wordt herleid uit het bbp in de vorige periode, terwijl het tekortcijfer geldt als percentage van het nieuwe bbp. Bij de verdragsgrenzen dient tevens bedacht te worden dat de groeiramingen in de EU de laatste jaren neerwaarts zijn bijgesteld. Volgens berekeningen van de Europese Commissie liggen de langetermijngroeivoeten van verschillende lidstaten momenteel beneden twee procent. De prijsstabiliteitsdoelstelling van de ECB is gedefinieerd als een inflatie van 'close to, but below two percent'. Dit betekent dat de langetermijn nominale groei in de EU veelal beneden vier procent ligt en niet langer op

vijf procent. Het gevolg is eveneens dat als de tekorten niet ver genoeg beneden de verdragsgrens van drie procent van het bbp liggen, de schuldquote boven de 60 procent zal stijgen.

### De relatie in praktijk

Om te kijken in hoeverre de afgeleide relatie tussen het tekort en de schuldquote in praktijk opgaat, hebben we vergelijking (3) toegepast op de eurozone. Door de gerealiseerde tekort- en groeicijfers sinds 1998 te gebruiken, kunnen we berekenen hoe hoog de schuldquote volgens de theorie eind 2004 zou moeten liggen. Het blijkt dat deze berekende schuldquote in een aantal landen flink lager ligt dan de werkelijke schuldquote. Figuur 1 geeft het verschil aan tussen de berekende schuld en de werkelijke schuld als percentage van het bbp dat zich gedurende de periode 1998-2004 heeft opgebouwd. Zo bedraagt de schuldquote van Finland ultimo 2004 45 procent van het bbp, terwijl op basis van de begrotingsoverschotten die Finland sinds 1998 heeft gerealiseerd, verwacht zou worden dat de schuldquote zou zijn gedaald tot 16 procent. Dat betekent dus dat de werkelijke schuldquote 29 procent van het bbp hoger ligt dan volgt uit de theoretische relatie, gezien de omvang een niet te verwaarlozen verschil. Indien we de schuldontwikkelingen in de EMU goed willen verklaren, dient dus aan vergelijking (3) een term te worden toegevoegd die tekort/schuldverschillen weergeeft. In de literatuur ontbreekt deze restterm veelal, terwijl figuur 1 laat zien dat binnen de EMU de omvang van de verschillen voor individuele landen over een relatief korte periode kan opbouwen tot vele procenten van het bbp. De vraag is hoe dergelijke omvangrijke verschillen kunnen ontstaan.

**Figuur 1. Cumulatieve tekort/schuldverschillen binnen de eurozone, 1998-2004**



Bron: Eigen berekeningen op basis van Commission Spring Forecasts 2005, Griekenland na tekortbijstellingen

### Oorzaken tekort/schuld-verschillen

Voordat we uitspraken kunnen doen over hoe in het Europese multilaterale toezicht moet worden omgegaan met tekort- en schuldverschillen, is het van belang om een goed beeld te hebben van de onderliggende oorzaken. Dat de schuldquote niet altijd direct te herleiden valt uit de tekortcijfers komt simpelweg door een verschil in definities. Grofweg zijn er drie definitieoorzaken voor divergentie te onderscheiden:

- het EMU-tekort wordt gemeten op transactiebasis, de EMU-schuld op kasbasis. Het EMU-tekort neemt bijvoorbeeld af op het moment dat de overheid gebouwen verkoopt; de schuld daalt pas als de betalingen daadwerkelijk binnenkomen;

- het EMU-tekort is een stroomgrootte, terwijl de schuld een voorraadbegrip is. Dit betekent dat valuta- en rente-effecten kunnen leiden tot bijstellingen in de schuld. Zo neemt bij uitgifte van een 'zero-coupon bond' de schuld toe met de nominale waarde, terwijl het tekort slechts belast wordt voor de lagere uitgifteprijs;
- het EMU-tekort is een netto begrip, de schuld een bruto begrip. Dit betekent dat financiële transacties in de regel niet relevant zijn voor het tekort, maar wel de schuld beïnvloeden. Zo wordt het EMU-tekort in principe niet belast als de overheid geld leent om vermogenstitels te kopen. De redenatie daarbij is dat de balanspositie van de overheid onveranderd blijft: tegenover de toegenomen schuld staat een toename van het bezit.

Het is niet eenvoudig om in praktijk een gedetailleerd overzicht te krijgen van de oorzaken van de tekort- en schuldverschillen, aangezien lidstaten hierover slechts op hoofdlijnen moeten rapporteren. Op basis van de beschikbare informatie concludeert de Europese Commissie (2005) dat de verschillen over het algemeen goed verklaarbaar zijn. De Commissie geeft een decompositie van de cijfers over de periode 2000-2004 waaruit blijkt dat financiële transacties de belangrijkste oorzaak vormen van de tekort- en schuldverschillen. Op basis van diverse bronnen hebben we een nadere analyse gedaan voor de drie landen met de grootste verschillen: Finland, Luxemburg en Griekenland. We hebben gekeken naar de stabiliteitsprogramma's van deze landen en de Commissiebeoordelingen daarvan (die alle te vinden zijn op de website van de Europese Commissie). Verder bevatten de landenanalyses van het IMF een nadere toelichting. Voor Griekenland bestaan bovendien specifieke publicaties van de Commissie en het IMF over de rapportage van statistieken.

Het blijkt dat de grote verschillen in Finland en Luxemburg zijn te verklaren uit de aankoop van financiële titels om toekomstige vergrijzingskosten op te vangen. Vanuit houdbaarheidsanalyse biedt dit dus geen enkele reden tot zorg; de netto schuldpositie blijft onveranderd. Luxemburg heeft zelfs zijn schuld vrijwel afgelost en moet de overschotten op de begroting daarom wel investeren in activa. Voor Griekenland zijn drie hoofdoorzaken aan te wijzen voor de grote tekort/schuldverschillen (na de recente tekortbijstellingen):

- de betaling en boeking van transacties loopt uiteen, met name in de militaire sector. Het Griekse kastekort lag de afgelopen jaren boven het EMU-tekort (in 2003 een verschil van één procent van het bbp);
- de Griekse staatsschuld is nog gedeeltelijk in buitenlandse valuta genoteerd. Tot 2002 heeft dit geleid tot significante opwaartse bijstellingen van de schuldquote;
- de aankoop van financiële titels uit overschotten in de sociale-zekerheidssector leidt tot een stijging van de schuldquote met ruim één procent bbp op jaarbasis. Verder hebben deelnemingen en kapitaalinjecties de opbrengsten uit privatiseringen ruim overtroffen (in 2003 met twee procent van het bbp).

Het ligt niet direct voor de hand dat een hoge-schuldland als Griekenland vermogen opbouwt in plaats van de schuld af te lossen. In de recente aanbevelingen uit de buitensporigtekort-procedure wordt Griekenland door Brussel opgeroepen prioriteit te geven aan schuldaflossing. Overigens blijkt uit figuur 1

dat de tekort- en schuldverschillen in de andere hoge-schuldlanden Italië en België te verwaarlozen zijn. Wel bestaan in Italië net als bij Griekenland verschillen tussen kas- en transactiebasis (met name in de zorgsector) en spelen ook kapitaalinjecties een rol (vooral in de spoorwegen). De schuldbijstellingen laten echter een negatief verschil zien in Italië, zodat per saldo geen tekort- en schuldverschillen resulteren.

### Goodhart's law binnen de EMU?

In figuur 1 valt op dat in negen van de twaalf eurolanden de schuldquote hoger ligt dan verwacht zou worden op basis van de tekorten. Dit roept de vraag op of de Europese begrotingsregels wellicht tot gedragsreacties leiden. Zoals aangegeven zijn de verschillen voor de meeste landen goed verklaarbaar, met name doordat financiële transacties niet meetellen voor het tekortcijfer. Lidstaten zouden niettemin bewust gebruik kunnen maken van de definitieverschillen tussen tekort en schuld. Zij worden publiekelijk en in Europese beleidsdiscussies vooral afgerekend op het tekort, wat een prikkel kan geven om gegeven de intrinsieke begrotingspositie een zo gunstig mogelijk tekortcijfer te presenteren. Goodhart's law stelt dat elke statistische regelmaat verloren gaat op het moment dat druk ontstaat om deze regelmaat te beïnvloeden (Goodhart, 1984).

Von Hagen en Wolff (2004) tonen aan dat de tekort- en schuldverschillen groter zijn gedurende jaren van lage groei, als de drie-procentgrens meer bindend wordt. Koen en Van den Noord (2004) komen tot dezelfde conclusie en laten bovendien zien dat in magere jaren ook meer maatregelen worden genomen die zowel het tekort als de schuld slechts tijdelijk reduceren. Bij dergelijke conclusies dient echter bedacht te worden dat grote tekort- en schuldverschillen zeker niet per definitie regularbitrage impliceren, zoals blijkt uit de voorbeelden van Luxemburg en Finland. Het bestaan van verschillen is niet meer dan een logische uitkomst indien de overheid (inclusief instellingen in de sociale zekerheid) vermogenstitels aankoopt.

Een beproefde methode om Goodhart's law te vermijden en het sturen op prestatie-indicatoren te beperken, is het gebruik van controlevariabelen (Roberts, 2002). Het in kaart brengen van tekort/schuldverschillen en de onderliggende oorzaken daarvan kan in dit verband een nuttige rol spelen. Aangezien ook sprake kan zijn van regularbitrage zonder dat tot uiting komt in tekort/schuldverschillen (bijvoorbeeld omdat de verschillende definitie-oorzaken elkaar opheffen) heeft het meerwaarde om naast de schuldquote een tweede controlevariabele te hanteren. Het kastekort is hier als direct beschikbare en eenvoudig waarneembare maatstaf goed bruikbaar. Het kenmerk van verschillen tussen het kastekort en het tekort op transactiebasis is dat deze elkaar op relatief korte termijn zouden moeten opheffen. Om het beeld meerjarig te beïnvloeden moeten de betaling en de boeking van transacties in een land namelijk steeds verder uiteenlopen. Aanhoudende verschillen zouden dan ook aanleiding geven tot zorgen over de kwaliteit van de statistieken.

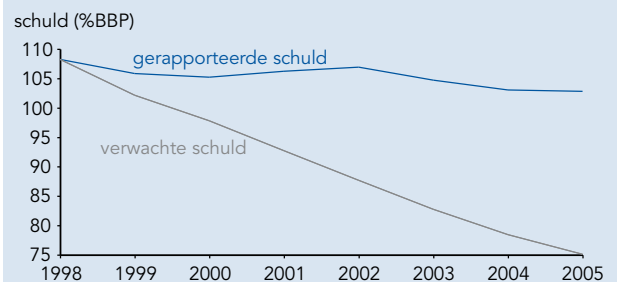
Ten slotte is van belang dat indien geen verklaring kan worden geleverd voor verschillen tussen tekort en schuld, dat een indicatie kan zijn van misrapportage. Zo rapporteerde Griekenland tot voor kort fraaie tekortcijfers terwijl de schuld-

quote op hoog niveau bleef liggen (zie tekstbox). Griekenland bleek geen goede uitleg te kunnen bieden voor de divergentie en uiteindelijk moest onderrapportage van tekortcijfers worden vastgesteld. Eind 2004 heeft de Europese Commissie de tekortcijfers van Griekenland opwaarts bijgesteld.

### Griekenland

Griekenland is vaak aangehaald als voorbeeld van hoe de EMU kan werken als een katalysator voor verstandig economisch beleid en economische convergentie naar het Europese gemiddelde. Sinds 1998 groeide het bbp in reële termen met bijna 4 procent op jaarbasis. Aangezien de inflatie steeds boven 3 procent lag en Griekenland tot 2004 steeds een overheidstekort rapporteerde dat ruim beneden 3 procent bleef, zou een zeer snelle daling van de schuldquote verwacht worden. Tot voor kort meldde Griekenland echter slechts een marginale daling van de schuldquote van 108,2 procent in 1997 tot 103 procent van het bbp in 2004. De volgende figuur zet het verloop van de schuldquote af tegen het pad dat op basis van de gerealiseerde cijfers voor het tekort en de nominale groei verwacht zou worden.

Figuur 2. Gerapporteerde en verwachte schuldontwikkeling in Griekenland voor bijstelling tekortcijfers



Bron: Eigen berekeningen op basis van Europese Commissie (Autumn Forecasts 2003)

Uit de figuur blijkt dat door de jaren heen een groot verschil ontstond tussen de waargenomen en de gesimuleerde schuldontwikkeling. De gerapporteerde schuld lag eind 2004 bijna 30 procent van het bbp hoger dan verwacht zou worden op basis van de tekortcijfers. Omgekeerd kan overigens worden berekend hoe de tekortcijfers zouden moeten verlopen op basis van het waargenomen pad voor de schuldquote. Het gesimuleerde tekort komt dan nooit beneden de drie-procentgrens uit het verdrag, maar ligt daar in alle beschouwde jaren ruim boven. Dit is recent bevestigd met de bijstellingen van de Griekse tekortcijfers, nadat duidelijk was geworden dat onderrapportage de enige mogelijke verklaring kon vormen voor de verschillen.

### Beleidsconclusies

Uit de analyse volgt een aantal conclusies voor het multilaterale toezicht in Europa. Allereerst is meer transparantie wenselijk over de oorzaken van eventuele tekort- en schuldverschillen. Griekenland was lange tijd niet in staat een onderbouwing te geven van de verschillen en uiteindelijk bleek een

bijstelling van de tekortcijfers noodzakelijk. Daarentegen zijn de hoger dan verwachte schuldquoten in de meeste andere landen goed verklaarbaar, bijvoorbeeld vanuit de opbouw van vergrijzingsfondsen. In oktober 2005 hebben de lidstaten in Brussel akkoord bereikt over een aanscherping van de informatievereisten voor de jaarlijkse stabiliteitsprogramma's. Meer informatie over tekort- en schuldverschillen en de oorzaken daarvan zullen worden toegevoegd aan deze vereisten.

Tevens is een verdere versterking van de positie van de Europese Commissie (Eurostat) wenselijk. Indien lidstaten uit zichzelf onvoldoende duidelijkheid bieden, moet de Commissie in staat zijn om de onderbouwing van tekort- en schuldcijfers in de lidstaten te achterhalen (Van der Veen, 2005). In november 2005 heeft de Ecofin Raad een nieuwe statistische verordening aangenomen die belangrijke verbeteringen op dit terrein bevat. De Europese Commissie heeft in praktijk recent al meer aandacht besteed aan de financiële transacties als een van de oorzaken van tekort/schuldverschillen. De aankoop van vermogenstitels ter dekking van de vergrijzingskosten kan met recht buiten het EMU-saldo worden gehouden met de redenering dat de balanspositie van de overheid ongewijzigd blijft. Dat wordt echter anders indien het gaat om herhaalde investeringen in verliesgevend overheidsbedrijven.

Het feit dat tekorten en schuldontwikkeling langdurig kunnen divergeren, betekent ten slotte dat het Brusselse toezicht niet te veel de nadruk op alleen de tekortwaarde moet leggen. Meer aandacht voor de schuld en lange-termijn-houdbaarheid is de laatste jaren een kernpunt geweest van Nederland in de Brusselse onderhandelingen over de begrotingsregels (ministe-

rie van Financiën, 2005). Door de samenhang tussen verschillende cijfers, zoals het EMU-tekort, de schuldquote en het kastekort te bekijken, ontstaat een beter beeld van hun economische betekenis. Bovendien wordt zo tegenwicht geboden aan prikkels om het tekortcijfer te drukken met transacties die de lange-termijn-begrotingspositie niet verbeteren. Het is dan ook een goede zaak dat de lidstaten in 2005 akkoord hebben bereikt over een nieuw stabiliteitspact dat meer aandacht geeft aan de schuldquote en de structurele begrotingspositie. ■

**Wouter Schilperoort**

**Literatuur**

Arbeláez, M. A., N. Roubini & M.L Guerra (2003) Interactions between public debt management and debt dynamics and sustainability: theory and application to Colombia. In: *Fiscal Policy, Taxes and Public Debt in Colombia*. New York: MIT Press.

Domar, E.D. (1944) The 'burden of the debt' and the national income. *The American Economic Review*, nr. 4

European Commission (2005) Economic Forecasts Spring 2005, *European Economy*, nr. 2

Goodhart, C. (1984) *Monetary Theory and Practice: the UK experience*. London: MacMillan

Grauwe, P. de (2003) *Economics of Monetary Union*. Oxford: Oxford University Press

Hagen, J. von & G. Wolff (2004) *What do deficits tell us about debts? Empirical Evidence on creative accounting with fiscal rules in the EU*. CEPR Discussion Paper, 4759

Koen, V. & P. van den Noord (2004) *Fiscal gimmickry in Europe: one-off measures and creative accounting*. OECD Economic Department Working Papers, 413

Ministerie van Financiën, Stabiliteits- en Groeipact, brief van de minister van Financiën, Tweede Kamer, vergaderjaar 2004-2005, 21 501-07, nr. 477

Roberts, P.G. (2002) My time with Soviet economics. *The Independent review*, nr. 2.

Veen, G. van der (2005) De staat van de cijfers. *ESB*, nr. 4450, 14-16



KAS BANK is een gespecialiseerde Europese bank voor effectendiensten met 750 medewerkers, gevestigd in het hart van Amsterdam en Londen.

Voor onze afdeling Financieel Economisch Bureau, binnen de divisie Treasury, zijn wij op zoek naar een

**Macro-Economisch Analist**

Als Macro-Economisch Analist ben je verantwoordelijk voor het maken van macro-economische analyses en prognoses ter ondersteuning van de besluitvorming op het gebied van beleggingsbeleid en balansbeheer. Je beoordeelt internationale ontwikkelingen in economieën, bedrijfstakken en financiële markten. Je analyseert en interpreteert deze ontwikkelingen en draagt bij tot het ontwikkelen van modellen ter verbetering van analysemethodieken en de beleggingsstrategie. Daarnaast participeer je in periodiek overleg met specialisten in de divisie Treasury en vermogensbeheerders in de divisie Passive Asset Management Services. Tevens neem je deel in projectgroepen van KAS BANK en lever je een inhoudelijke bijdrage op het vakgebied middels het vervaardigen van publicaties namens de KAS BANK.

Je hebt een WO-opleiding Internationale Financiële Economie of een vergelijkbare WO-opleiding met specialisatie in asset & liability management en rente-analyse. Je hebt ervaring met het uitvoeren van kwantitatief onderzoek. Een CFA-opleiding (volgend of voltooid) is een pré.

Je hebt enige jaren werkervaring opgedaan in het bank- en effectenwezen. Tenslotte heb je uitstekende communicatieve vaardigheden, een goede beheersing van de Engelse taal en je kunt zelfstandig werken.

Wil je meer informatie over deze vacature dan kun je contact opnemen met Hans Boon (Afdelingshoofd), telefoonnummer 020-557 5619.

**Solliciteren?**

Ga naar [www.kasbank.com](http://www.kasbank.com)

