



Een nieuw stabiliteitspact?

Auteur(s):

Boonstra, W.W.

Chef-econoom van Rabobank Nederland en verbonden aan de Faculteit Economie van de Vrije Universiteit. Met dank aan Martin van Oijen en Hans Visser voor hun commentaar op een eerdere versie van dit artikel. w.w.boonstra@rn.rabobank.nl

Verschenen in:

ESB, 89e jaargang, nr. 4431, pagina 170, 16 april 2004

Rubriek:

Monetair beleid

Trefwoord(en):

Nieuwe Europese afspraken over het nationale begrotingsbeleid dienen gebaseerd te zijn op de schuldquote. Centrale financiering van overheidstekorten kan daarbij de disciplinerende werking van de financiële markten herstellen.

In november 2003 ging het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) feitelijk ter ziele. Sindsdien wordt gezocht naar wegen om tot nieuwe en beter verankerde begrotingsafspraken te komen. Het is de vraag of het verstandig is om het pact in zijn huidige, tamelijk gebrekkige, vorm zwaarder te verankeren.

De teloorgang van het SGP betekent tegelijkertijd ook een kans om tot een beter pact te komen. In dit artikel wordt ingegaan op de vraag hoe een beter pact eruit zou kunnen zien.

De aanloop: het Verdrag van Maastricht

Het Verdrag van Maastricht, dat in 1991 werd uitonderhandeld, bevat onder meer de toetredingscriteria voor deelname aan de EMU. De belangrijkste criteria lagen op het vlak van het begrotingsbeleid: het overheidstekort moest beneden de drie procent van het BBP liggen, terwijl voor de staatsschuld een plafond van zestig procent van het BBP werd vastgesteld.

In 1991 bedroeg het gemiddelde tekort in het latere eurogebied nog vijf procent van het BBP; in 1999 was dit teruggelopen tot 1,3 procent. De schuldquote liep aanvankelijk nog verder op, maar ook deze grootheid heeft sedert 1996 voorzichtig een dalende lijn ingezet, zij het dat die sinds 2002 weer is onderbroken.

Het Stabiliteits- en Groeipact

Het SGP, dat dateert uit 1997, vormt in feite het vervolg op het Verdrag van Maastricht. De norm voor het maximaal toegestane overheidstekort in de EMU is ook voor de toekomst vastgelegd op drie procent van het BBP. Door in normale tijden evenwicht of zelfs een overschot op de begroting te hebben, beschikt een land in theorie over voldoende financiële ruimte om in een recessie de zogeheten 'automatische stabilisatoren' hun werk te laten doen (Eijffinger & De Haan, 2000; Visser, 2002).

Het SGP kent echter enkele ontwerpfouten. Ten eerste zijn de afgesproken budgetnormen, net zoals die in het Verdrag van Maastricht, nogal arbitrair. Een bijkomend probleem is dat voor een groep landen zo divers als de deelnemers aan de emu eigenlijk geen uniforme tekortnorm kan worden vastgesteld. Landen als Italië en België, met hun reeds excessieve staatsschuld, zouden eigenlijk een overschot op hun begroting moeten hebben. Landen met een lage staatsschuld en/of een hoger trendmatig groeipad kunnen zich echter zonder problemen gedurende langere tijd een hoger tekort permitteren.

De sancties op het niet nakomen van de begrotingsafspraken zijn daarbij slecht afdwingbaar. Dit is anders dan bij het Verdrag van Maastricht. Bij het niet voldoen aan de normen volgde daar een keiharde sanctie: uitsluiting van deelname aan de EMU.

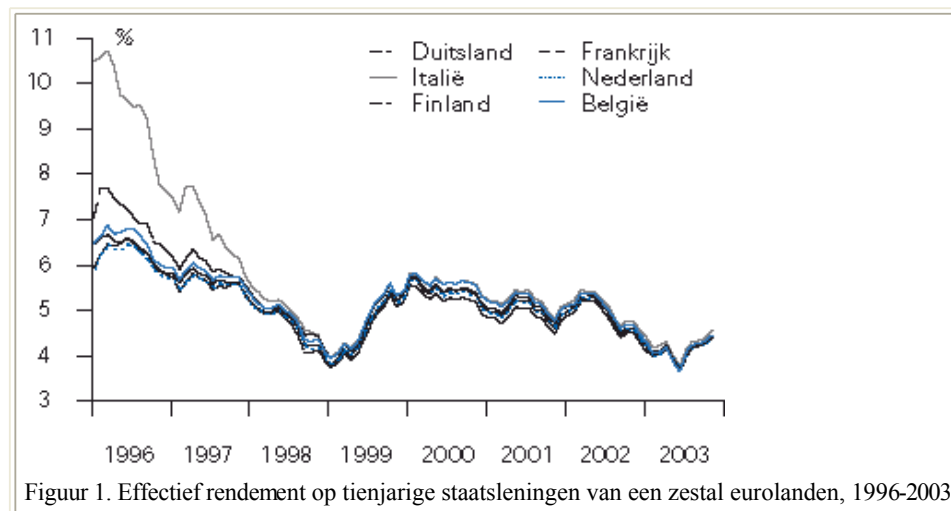
Dan maar geen pact?

Men zou kunnen overwegen om het dan maar zonder begrotingsnormen te doen. Door de transparantie van de nationale begrotingen te verbeteren en er vanuit de Europese Commissie regelmatig kritisch naar te kijken, kan de markt van nog betere informatie worden voorzien. Ook rating agencies kunnen hierbij behulpzaam zijn. Financiële markten zullen de landen met een slecht begrotingsbeleid uiteindelijk vanzelf tot de orde roepen.

Het voordeel van deze benadering is vooral haar institutionele eenvoud. Ook doet zij recht aan het subsidiariteitsbeginsel, op grond waarvan men heeft vastgesteld dat het begrotingsbeleid primair een nationale aangelegenheid is. Evenmin is het logisch dat aan centrale afspraken inzake het begrotingsbeleid een groter belang wordt toegekend dan aan het beleid op een aantal andere, niet minder belangrijke terreinen. Zo merken Van Ewijk et al. (2002) op dat het vreemd is om wél tot centrale budgetnormen te komen, terwijl op andere terreinen waar de uitstralingseffecten van slecht beleid in een lidstaat naar buurlanden minstens zo groot zijn, de verantwoordelijkheid volstrekt aan de nationale overheden worden overgelaten. Denk hierbij aan zaken als het arbeidsmarktbeleid en de

hervorming van de sociale zekerheid.

Het probleem bij deze benadering is echter dat van de kleine verschillen in de rente op staatsleningen binnen de EMU geen enkele disciplinerende werking uitgaat. De renteversillen uit het pre-euro tijdperk weerspiegelden vooral het wisselkoersrisico. Sedert 1998 zijn de onderlinge verschillen in het rendement op staatsleningen verwaarloosbaar (figuur 1).



Men zou verwachten dat financiële markten van Italiaanse en Belgische staatsleningen een hoger, en voor Finse staatsschuld een lager rendement vereisen dan van de 'benchmark' Duitsland. Het blijkt echter dat financiële markten de solvabiliteit van de EMU-lidstaten of, anders gezegd, de kans op faillissement van de overheid voor vrijwel iedere deelnemer min of meer gelijk inschatten.

Daarom is het geen goede zaak om het toezicht op het begrotingsbeleid over te laten aan de financiële markten en het zonder pact te doen. Daarvoor heeft de Europese obligatiemarkt te weinig onderscheidend vermogen.

Overheidsschuld als beter richtsnoer

Een SGP-nieuwe stijl zou zich niet zozeer moeten richten op een norm voor het overheidstekort, maar op het niveau van de overheidsschuld. De wens om binnen de emu tot tekortnormen te komen, is immers ingegeven door de zorg omtrent de houdbaarheid van de publieke financiën op de langere termijn, mede met het oog op de financiële last van de vergrijzing van de bevolking. Een norm inzake de staatsschuld doet hier beter recht aan. Men zou daarbij de in het Verdrag van Maastricht gebruikte bruto schuldnorm kunnen corrigeren voor nauw te omschrijven, inkomsten genererende overheidsactiva¹.

Een eerste voordeel van een schuldnorm is dat de discussies gaan over de landen die daadwerkelijk een bedreiging zijn van de financiële stabiliteit in Europa. Het deed vorig najaar nogal vreemd aan dat de discussies rond het sgp zich wel richtten op 'boosdoeners' Duitsland en Frankrijk, terwijl Italië met zijn nog steeds veel te hoge staatsschuld buiten schot bleef, omdat het tekort nipt beneden de drie procent van het bbp lag.

Ten tweede biedt een schuldnorm meer ruimte voor een flexibel begrotingsbeleid dan een tekortnorm. Dit is belangrijk, want in een grotere emu stijgt de kans dat vooral kleinere landen conjunctureel uit de pas lopen met het gemiddelde. Dan worden zij geconfronteerd met een monetair beleid dat onvoldoende op hun situatie is afgestemd.

Ook geeft het te zijner tijd de nieuwe toetreders, die een hogere trendmatige groei zullen kennen dan de 'oude' lidstaten, de mogelijkheid om een groter overheidstekort te hebben. Al met al doet een schuldnorm meer recht aan het subsidiariteitsbeginsel: landen kunnen verregaand hun eigen begrotingsbeleid formuleren. Zie Boonstra (2004) voor een uitgewerkt voorbeeld.

Net zo min als bij een tekortnorm, bestaat er een objectieve norm voor een 'optimale schuldquote'. Het enige handvat bestaat uit de ervaring dat sommige Europese landen in het verleden zelfs nog redelijk uit de voeten konden met een schuldquote van meer dan 120 procent van het bbp. In de emu moet een lagere norm gelden, omdat de lidstaten niet meer beschikken over instrumenten als devaluatie en monetaire financiering. De inflatie-achterdeur staat niet meer open, waardoor men de schuldquote niet te ver kan laten oplopen. Maar ligt een schuldnorm eenmaal vast, dan is deze ook eenduidig te interpreteren.

Centrale financiering als aanvulling

Het zou goed zijn als de financiële markten een beter onderscheid zouden kunnen maken tussen landen met een slecht begrotingsbeleid en landen met meer degelijke collectieve financiën. Dan zouden zij al ruim voordat sprake is van politieke sancties beginnen met het geleidelijk aan disciplineren van landen voor een slecht beleid.

Het onderscheidend vermogen van de markten zou kunnen worden hersteld door de begrotingsafspraken aan te vullen met centrale financiering van de overheidstekorten. Hiertoe zouden de landen moeten afspreken af te zien van het individueel aantrekken van financiering op de financiële markten. Landen geven hierbij dus het recht om eigen staatsobligaties uit te geven op. In plaats daarvan zou men een Europese instelling moeten oprichten, hier aangeduid als het emu-Fonds, die enerzijds de benodigde middelen aantrekt op de financiële markten en deze anderzijds weer uitleent aan de lidstaten. Hierbij hanteert het emu-fonds een spread ten opzichte van zijn eigen fundingskosten. Die spread hangt af van de relatieve kwaliteit van de overheidsfinanciën van de lidstaten.

Voor- en nadelen van een emu-fonds

Een emu-fonds biedt drie belangrijke voordelen. Allereerst wordt het kanaal van de indirecte monetaire financiering afgesloten. Ten tweede worden de gemiddelde financieringskosten verlaagd als gevolg van de creatie van een nieuwe, zeer omvangrijke en daardoor zeer liquide benchmark op de euro-obligatiemarkt. Deze benchmark zal ook kunnen dienen als ijkpunt voor andere emittenten. Ten derde wordt de disciplinerende werking van de financiële markten versterkt, doordat verschillen in kwaliteit van overheidsfinanciën worden vertaald in een spread.

Nadelen zijn er natuurlijk ook, met name voor de landen met een relatief slecht begrotingsbeleid. Zij worden sneller dan in de huidige situatie geconfronteerd met relatief hogere rentekosten. Hier staat natuurlijk het voordeel voor de financieel degelijkere landen tegenover, omdat die door het emu-fonds worden beloond met lagere rentekosten².

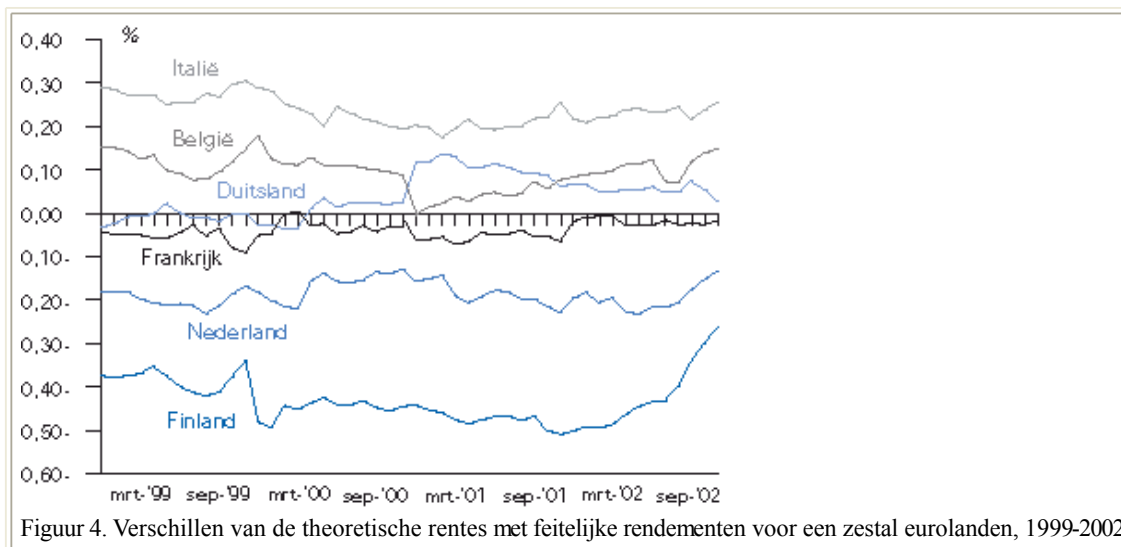
Relatieve gewichten en maximale spread

Voor het bepalen van de spread moeten relatieve gewichten worden toegekend aan het overheidstekort en aan de overheidsschuld (zie kader). Het vaststellen van deze parameters, die voor alle landen hetzelfde moeten zijn, is per definitie arbitrair. Daarbij moeten twee vragen worden beantwoord. De eerste vraag is hoe de relatieve gevoeligheid voor respectievelijk de tekort- en schuldontwikkeling van de overheid in de deelnemende landen moet zijn, oftewel de relatieve waarde van de parameters α en β . Enerzijds is het daarbij logisch dat de staatsschuld een groot gewicht krijgt, maar anderzijds ligt ook een zekere gevoeligheid voor het overheidstekort in de rede. Deze grootte is op korte termijn namelijk beter stuurbaar. Daardoor kan hiermee 'goed' beleid relatief snel worden beloond met een lagere en 'slecht' beleid worden gestraft met een hogere spread.

De tweede vraag is tot hoever de maximale spread mag oplopen. Hier gaat het om de absolute hoogte van de parameters. Het antwoord op beide vragen dient vooraf, vóór het EMU-fonds van start gaat, te worden uitonderhandeld.

In het volgende rekenvoorbeeld zijn bij wijze van vingeroefening de parameters α en β vastgesteld op respectievelijk 0,0075 en 0,0375. Dit zou op grond van de feitelijke tekortontwikkeling en publieke schuldquoten voor de jaren 1999-2002 tot het volgende renteverloop hebben geleid.

[figuur 4](#) geeft weer hoe de op grond van de gehanteerde parameters berekende rentevoeten zich verhouden tot de feitelijke rendementen in de periode onder beschouwing. Uit beide grafieken blijkt inderdaad dat Italië kan worden beschouwd als de grote 'free rider' van de EMU. Ondanks een veel te hoge staatsschuld en een nog steeds relatief hoog tekort ligt het effectief rendement op Italiaanse staatsleningen op dit moment nauwelijks hoger dan op Duitse of Franse staatsleningen. Door het emu-fonds tussen de debiteuren en de kapitaalmarkt te plaatsen, wordt Italië 'gestraft' voor zijn slechte overheidsfinanciën. [figuur 2](#)



Berekening van de spread

In dit voorbeeld wordt de spread als volgt berekend:

$$o_{it} = \alpha(T_{it} - T_{EMU(t)}) + \beta(S_{i(t-1)} - S_{EMU(t-1)})$$

waarin:

1. o_{it} = opslag van land i in jaar t
2. α = parameter voor overheidstekort
3. T_{it} = overheidstekort^a land i in jaar t
4. T_{EMU} = overheidstekort^a gehele EMU in jaar t

5. β = parameter voor de overheidsschuld
6. $S_{i(t-1)}$ = overheidsschuld^a land i in jaar (t-1)
7. $S_{EMU(t-1)}$ = overheidsschuld^a EMU i in jaar (t-1)

De te betalen spread wordt dus, naast het relatieve overheidstekort en de publieke schuldquote, vooral bepaald op grond van de parameters α en β .

a Als percentage bbb

Figuur 2.

In dit voorbeeld komen de berekende maximale spreads neer op circa veertig basispunten boven dan wel onder het gemiddelde. Het is uiteraard mogelijk om deze bandbreedte te vergroten door de parameters a en b een grotere waarde te geven. De relatieve gevoeligheid voor tekort- en schuldontwikkeling kan worden veranderd door hun relatieve waarde (nu 1:5) te veranderen.

Conclusie

Aan iedere Europese afspraak ligt de aanname ten grondslag, dat de deelnemende landen ook daadwerkelijk achter de gemaakte afspraken staan. Toekomstvaste afspraken moeten daarbij zo objectief mogelijk zijn en het antwoord op de vraag of landen zich aan de afspraken houden moet transparant en eenduidig kunnen worden vastgesteld. Dit is in deze benadering het geval: de Europese Rekenkamer en/of Eurostat kunnen eenvoudig constateren of een drempelwaarde is overschreden.

Eventuele sancties moeten eenvoudig kunnen worden opgelegd en moeten voor het 'gestrafte' land onontkoombaar zijn. Als dit niet het geval is, dan kan men beter van het maken van afspraken afzien. Het volledig afzien van begrotingsafspraken kan minder kwaad dan het wederom afspreken van een slecht vormgegeven pact, dat als puntje bij paaltje komt niet blijkt te werken. Het juridisch zwaarder verankeren van slecht vormgegeven afspraken zou de politieke schade te zijner tijd alleen maar groter maken.

Afspraken gebaseerd op de schuldquote van de lidstaten richten zich op de echt notoire boosdoeners. Het treft immers alleen landen die meerdere jaren aaneen een slecht begrotingsbeleid voeren. Door deze afspraken aan te vullen met centrale financiering van overheidstekorten, waarmee de huidige gebrekkige disciplinerende werking van de financiële markten wordt hersteld, kan de effectiviteit verder worden versterkt. Daar komt bij, dat niemand de staatsobligaties zal willen kopen van een land dat eerst het recht om staatsobligaties heeft overgedragen aan het emu-fonds en ze vervolgens toch weer zelf gaat uitgeven.

Door nieuwe afspraken te baseren op de schuldquote, al of niet aangevuld met centrale tekortfinanciering, kan tamelijk eenvoudig tot een inhoudelijk sterker en beter afdwingbaar pact worden gekomen.

Wim Boonstra

Literatuur

Boonstra, W.W. (2004) *Een nieuw stabiliteitspact? Economisch kwartaalbericht, Rabobank.*

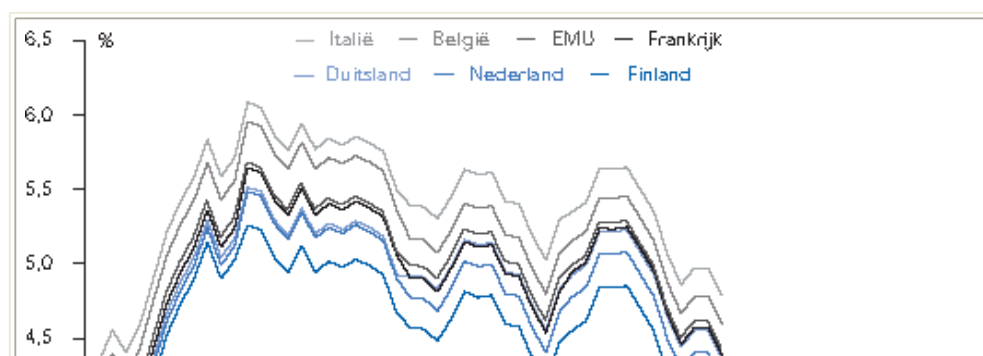
Boonstra, W.W. (1999) *Het emu-fonds: een alternatief voor het Stabiliteits- en Groeipact. Tijdschrift voor Politieke Economie, 21(4), 94-111.*

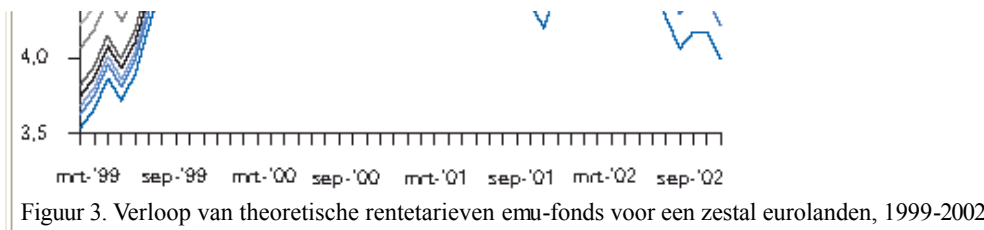
Eijffinger, S.C.W. en J. de Haan (2000) *European Monetary and Fiscal Policy. Oxford University Press, Oxford.*

Ewijk, C. van, R.A. de Mooij en P.J.G. Tang, *Dom Stabiliteitspact. Economisch Statistische Berichten, 1 november 2002, blz. 780-782.*

Visser, H. (2002) *Verwarring over het Stabiliteits- en Groeipact. Maandschrift Economie, 66, 425-434.*

figuur 3





1 Een aldus verkregen netto-schuld geeft een goed inzicht in de gezondheid van de overheidsfinanciën van een land. Ook voorkomt deze benadering dat overheidsbedrijven worden geprivatiseerd uit budgettaire overwegingen. Dit doet recht aan de overwegingen om vanuit maatschappelijk belang bepaalde nutsvoorzieningen of 'natuurlijke monopolies' in collectieve handen te houden.

2 Het idee van het emu-fonds is in 1989 in ESB gelanceerd. Voor een meer uitgebreide behandeling verwijs ik naar Boonstra (1999). Het idee om het emu-fonds te gebruiken als aanvulling op begrotingsafspraken is afkomstig van L.H. Hoogduin in dezelfde uitgave van TPE.