

# Overheidstekorten en financiële markten

W.W. Boonstra en L.A.M. Dinkhuijsen\*

**O**pvallende verschillen tussen landen wat betreft de toestand van de overheidsfinanciën en andere economische factoren blijken op de ecu-obligatiemarkt niet tot substantiële verschillen in effectief rendement tussen deze landen te leiden. Blijkbaar hecht de financiële markt geen groot gewicht aan het debiteurenrisico van landen en gaat er van de markt op dit punt ook nauwelijks een corrigerende werking uit. Dat betekent dat er binnen een EMU aanvullende voorwaarden moeten worden gesteld aan de omvang en financiering van overheidstekorten. De mogelijkheden van centrale financiering verdienen daarbij nadere bestudering.

De plannen voor een EMU in de EG zijn de afgelopen tijd in het kader van de intergouvernementele conferentie verder uitgewerkt en op tal van punten geconcretiseerd. Naast de discussies over de vraag, hoe het monetaire beleid op Gemeenschapsniveau gestalte moet krijgen, is de kwestie van het nationale begrotingsbeleid sterk in de belangstelling komen te staan. Reeds in een vroeg stadium is onderkend, dat een buitensporig nationaal begrotingstekort binnen een EMU tot verstoringen zal leiden. Volgens het rapport-Delors zal ongecoördineerd en uiteenlopend budgettair beleid de monetaire stabiliteit in de Gemeenschap ondermijnen en zowel in de reële als in de financiële sectoren van de Gemeenschap onevenwichtigheden genereren<sup>1</sup>. Ten eerste beïnvloedt een hoog overheidstekort de conjuncturele situatie alsmede de inflatie op nationaal niveau, waardoor het voeren van een gemeenschappelijk monetair beleid wordt bemoeilijkt. Dit speelt een grotere rol naarmate (delen van) het tekort indirect monetair worden gefinancierd. Ten tweede zal de nationale overheid moeten lenen in de gemeenschappelijke valuta, zodat oplopende tekorten ceteris paribus leiden tot een opwaartse druk op het renteniveau in de EMU. Deze nadelige gevolgen kunnen op korte termijn nog worden versterkt, doordat in een EMU overheidstekorten gemakkelijker financierbaar worden. Immers, door de convergentie van nominale rentetarieven in de EMU zullen voor een aantal landen de marginale rentekosten op korte termijn gaan afnemen, met als direct gevolg dat het verschijnsel van rentelasten die overige uitgaven gaan wegdrücken minder pregnant aanwezig is. Ten slotte zal bij de financiering van het tekort gemakkelijker een beroep kunnen worden gedaan op buitenlandse besparingen. Er zijn dus goede redenen om excessieve tekorten te bestrijden. In een volgend stadium kan worden gedacht aan verdere onderlinge coördinatie van

budgettair beleid, waardoor het gespleten karakter van lokaal begrotingsbeleid binnen een EMU zou kunnen worden ondervangen. Zo ver is het echter allemaal nog niet. De discussies spitsen zich momenteel toe op de vraag, welke vorm een effectieve tekortbeheersing zou moeten aannemen.

Aan de ene zijde van het spectrum bevinden zich de 'liberalen', die van mening zijn dat het in stand houden van een hoog overheidstekort zodanige politieke en/of economische kosten met zich meebrengt, dat binnen afzienbare tijd 'vanzelf' tot tekortvermindering zal worden overgegaan. Mogelijkheden hiervoor liggen op het gebied van institutionele/politieke factoren (druk vanuit de andere lidstaten, verlies van onderhandelingsmacht<sup>2</sup>), alsmede bij de veronderstelde discipline die vanuit financiële markten zou kunnen worden uitgeoefend bij de financiering van de verschillende tekorten. In deze visie wordt het normeren van overheidstekorten, op welke wijze dan ook, onnodig geacht<sup>3</sup>.

Aan de andere zijde vinden wij de voorstanders van tekortnormering en bijbehorend sanctiebeleid. In

\* De auteurs zijn hoofd respectievelijk medewerker van de afdeling Internationaal Onderzoek van Rabobank Nederland. Zij schreven dit artikel op persoonlijke titel.

1. Committee for the study of economic and monetary union. *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, 12 april 1989, blz. 16.

2. Zie B. Reszat, *European monetary integration and national budgetary policies: new rules for an old game?*, HWWA Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg, Paper voor het SUERF colloquium Fiscal policy, taxation and the financial system in an increasingly integrated Europe, Lissabon, 23-25 mei 1991.

3. Zie Her Majesty's Treasury, *An evolutionary approach to economic and monetary union*, Londen, november 1989; G. Bishop, *The EC's public debt disease: discipline with credit spreads and cure with price stability*, 1992 and beyond-serie, Salomon Brothers, 1991.

het rapport-Delors werd voor de laatste optie gekozen, gebaseerd op een gering vertrouwen in de correctieve werking van financiële marktkrachten. Op de beste manieren om eventueel te normeren gaan wij op deze plaats niet in: hieraan is elders uitvoerig aandacht besteed<sup>4</sup>.

Wat zijn de verwachtingen ten aanzien van de discriminatoire werking van financiële markten? Algemeen gesproken zal men mogen aannemen dat aanbieders van kapitaal aanhoudend hoge tekorten slechts tegen een oplopende rente zullen willen financieren. Hiervoor is van belang dat de risicoperceptie van de markt een trouwe weerspiegeling vormt van de debiteurenstatus van het betrokken land. In het uiterste geval zal men het land als onaanvaardbare debiteur gaan beschouwen, waardoor de overheid haar tekort eenvoudigweg niet meer gefinancierd krijgt en de wal alsnog het schip keert. Dit artikel gaat in op de vraag hoe financiële markten zich binnen een EMU zullen opstellen bij de financiering van nationale overheidstekorten. Wat opvalt in de verschillende studies is dat, voor zover ons bekend, tot dusver niemand naar het aanwezige empirische materiaal heeft gekeken. Het is namelijk goed mogelijk om op de huidige ecu-obligatiemarkt te onderzoeken, in hoeverre markten discrimineren tussen schuld van de verschillende Europese overheden<sup>5</sup>. Op deze markt spelen verschillen in wisselkoersverwachtingen, die medebepalend zijn voor renteversillen tussen Europese landen, immers geen rol meer. Hierdoor komen leningen die op de ecu-markt worden aangetrokken conceptueel overeen met die in een toekomstige gemeenschappelijke Europese valuta.

Samengevat komt de gevolgde werkwijze neer op een risico-rendementsvergelijking van een aantal Europese landen die als emittent op de ecu-obligatiemarkt optreden. Hiertoe worden de effectieve rendementen op de uitstaande leningen per land geconfronteerd met een indicator voor het desbetreffende debiteurenrisico. Door te onderzoeken in welke mate financiële markten op dit moment binnen het ecu-segment discrimineren tussen verschillende nationale overheden op grond van verschillen in het debiteurenprofiel, kan men een idee vormen in hoeverre binnen een EMU een corrigerende werking van de markt zou kunnen worden verwacht. Om de analyse in het juiste perspectief te plaatsen, zal tevens worden ingegaan op enkele karakteristieken van de ecu-obligatiemarkt. Voor de analyse komen in eerste instantie de EG-landen in aanmerking. Er is echter ook een groep potentiële EG-toetreders bij de beschouwing betrokken. Deze toevoeging is uit hoofde van de waarschijnlijke samenstelling van een EMU nuttig en biedt bovendien de mogelijkheid om te onderzoeken of het EG-lidmaatschap op zichzelf gevolgen heeft voor de huidige tarifiering in de markt.

### Risicoprofiel Europese landen

Binnen het kader van dit artikel kan het risicoprofiel van de onderzochte landen in een beperktere context worden bekeken dan in de gangbare theorie van landenrisico-analyse gebruikelijk is. Een belangrijk onderdeel van landenrisico heeft namelijk betrekking op de betalingsbalanspositie van een land, die een afspiegeling vormt van de capaciteit om de

toekomstige schuldendienst (luidende in buitenlandse valuta's) te voldoen. Tevens is soeverein risico zoals dat volgt uit verplichtingen luidende in lokale valuta in zoverre voor buitenlandse beleggers niet interessant, dat de overheid via de centrale bank in het ultieme geval het geld zou kunnen laten bijdraken. Dit schept uiteraard wel devaluatieverwachtingen, die op hun beurt uitmonden in een hoger geëist rendement.

Deze twee elementen vallen echter in een EMU weg. Aangezien mag worden verondersteld dat de toekomstige financieringstekorten van de verschillende lidstaten in de nieuwe gemeenschappelijk valuta zullen worden gedekt, vervalt de noodzaak rekening te houden met de toestroom van buitenlandse valuta's naar het desbetreffende land. Bovendien is de aanwezigheid van een nationaal spaaroverschot, voor zover nog meetbaar, in feite niet meer relevant voor de financiers. Door de aanwezigheid van volledig vrije kapitaalstromen is er conceptueel gezien slechts sprake van een aantal vragers en aanbieders van lang kapitaal op EG-niveau.

Wat de mogelijkheden van binnenlandse geldcreatie betreft mag worden verondersteld, dat de voorziene bevoegdheden van de Europese Centrale Bank het binnenlandse gebruik van de geldpers (van de gemeenschappelijke valuta) niet zullen toestaan. Binnen een EMU zal bovendien de bevoorrechte positie van lokale nationale overheden op de plaatselijke kapitaalmarkt, zoals die momenteel in een aantal landen door specifieke regelgeving in stand wordt gehouden, grotendeels gaan verdwijnen. Wel past hierbij de aantekening dat de (informele) druk, die van overheidswege op plaatselijke beleggingsinstellingen wordt uitgeoefend om lokale overheidsschuldtitels op te nemen, nooit geheel zal zijn uit te bannen. Hierdoor nemen deze instellingen uit andere dan puur economische overwegingen wellicht genoegen met een wat lager rendement. Desalniettemin zal door de volledige liberalisatie van het kapitaalverkeer deze voorkeursbehandeling binnen een EMU in mindere mate opgeld doen.

Er ontstaat door de genoemde factoren derhalve een 'level playing field', waar de verschillende nationale overheden zullen moeten concurreren om hun tekort tegen zo aantrekkelijk mogelijk voorwaarden gefinancierd te krijgen. De aanbieders op de kapitaalmarkt zien zich geconfronteerd met een groep emittenten, die zich slechts door verschillen in debi-

4. CPB, *Economisch beeld 1992*, blz. 71-73. SER, *Economische en monetaire unie*, SER-advies nr. 90/22, blz. 35-43. D.J. Wolfson, *The scope of fiscal policy in the European Community*, paper voor het SUERF colloquium Fiscal policy, taxation and the financial system in an increasingly integrated Europe, Lissabon, 23-25 mei 1991. J.H. Brits, *Begrotingsbeleid en de EMU*, paper voor het Voorjaarscongres van de Vereniging voor Bestuurskunde, april 1990.

5. Het is uiteraard ook mogelijk om een dergelijke analyse uit te voeren voor soevereine debiteuren binnen het euro-dollar-segment. Hier is gekozen voor de ecu omdat de rente op deze valuta, zijnde de beoogde gemeenschappelijke valuta, tevens een indicatie geeft van absolute renteniveaus in de EMU. Tevens heeft een aantal van de beschouwde landen recentelijk wel in ecu's maar niet in dollars geëmitteerd.

Indicator	I	II	III	IV	Gem. rang	Eind- rang
Noorwegen	2	1	4	8	3,75	1
Finland	5	3	3	9	5,00	2
Duitsland	10	5	2	5	5,50	3
Frankrijk	6	6	8	4	6,00	4/5
Oostenrijk	7	9	1	7	6,00	4/5
Denemarken	4	8	12	1	6,25	6
Zweden	1	2	11	13	6,75	7
Nederland	11	10	5	2	7,00	8
Ierland	8	11	7	3	7,25	9
VK	3	4	13	10	7,50	10
Spanje	9	7	6	12	8,50	11
België	12	13	10	6	10,25	12
Italië	13	12	9	11	11,25	13
Griekenland	14	14	14	14	14,00	14

Indicator:

I = Gemiddelde overheidstekort als procenten van bbp/bnp 1990-1992.

II = Gemiddelde rentebetalingen als procenten van totale overheidsuitgaven.

III = Gemiddelde nationale spaarquote 1987-1989.

IV = Gemiddelde consumptieprijstijging 1990-1992.

Bron: OESO, *Economic Outlook*, juli 1991.

**Tabel 1. Rangschikking van landen naar risicoprofiel**

teurenrisico van elkaar onderscheiden. Deze debiteurenstatus van de nationale overheden binnen een EMU zal dan 'slechts' nog afhankelijk zijn van de economische terugbetalingscapaciteit. In één opzicht blijft een overheid over een institutioneel voordeel beschikken boven andere marktpartijen, namelijk in de mogelijkheid om additionele belastingen te heffen. Wel zal dit instrument door de creatie van de interne markt op den duur niet onbepert inzetbaar blijken.

Waar zal de terugbetalingscapaciteit van afhangen? Ten eerste is de relatieve omvang van het te dekken tekort hierop van invloed, evenals het aandeel van de netto rentebetalingen in de totale overheidsuitgaven. Dit laatste gegeven biedt een benadering van de druk die de totale overheidsschuld op de begroting legt. Ten tweede kunnen lange-termijnfactoren als de nationale spaarquote en de inflatievoet worden meegenomen om te kenschetsen hoe op nationaal niveau het beslag van het overheidstekort op de economie zou kunnen worden opgevangen. Binnen de reikwijdte van dit artikel is het de bedoeling te komen tot een rangschikking van de betrokken landen van een relatief laag tot een relatief hoog risicoprofiel. Ter bepaling van deze rangschikking zijn de hiervoor genoemde vier indicatoren gekozen. Per indicator wordt een onderlinge rangorde vastgesteld, die vervolgens ongewogen wordt gemiddeld. Het resultaat is uiteraard geen absolute of objectieve maatstaf voor de risicograad van de betrokken overheden, maar kan wel als tentatieve indicator voor de relatieve positie van de diverse landen worden geïnterpreteerd. De uitkomsten van deze exercitie staan in tabel 1 samengevat.

Vergelijkbare gegevens voor Luxemburg en Portugal ontbreken. Aangezien deze landen ook geen eculenningen hebben geëmitteerd, laten wij ze verder buiten beschouwing. Landen als Nederland en Duitsland, die evenmin ecu-leningen hebben geëmitteerd, hebben wij daarentegen volledigheidshalve wel opgenomen.

Uit de tabel blijkt dat de Scandinavische landen samen met Duitsland, Frankrijk en Oostenrijk over een relatief laag risicoprofiel beschikken. Nederland kan niet als meer dan een middenmoter worden gekwalificeerd. Het beeld van een toenemende risicograad van noord naar zuid wordt slechts verstoord door België, dat met name wat betreft tekort- en renteratio's zwak scoort.

**De ecu-obligatiemarkt**

Tot de ecu-obligatiemarkt worden naast het Eurobond-segment ook lokaal uitgegeven leningen gerekend die in ecu's luiden. Zoals gebruikelijk worden de in ecu luidende Eurobonds op syndicaatsbasis geplaatst. De lokale leningen, waarvan de Franse OAT's (Obligations Assimilables du Trésor) veruit de belangrijkste zijn, worden op de plaatselijke beurs geëmitteerd volgens de daar geldende regels. De ecu-markt is aan een sterke opmars bezig. In 1990 namen nieuwe emissies toe tot ecu 13,7 mrd., goed voor 11% van het totale aanbod. De emissie-activiteit gedurende de eerste zes maanden van dit jaar versterkte dit beeld (25% van het totaal, op een tweede plaats achter de dollar). Desalniettemin gaat het om een relatief jong segment, waar het marktgedrag nog verre van uitgekristalliseerd is. Dit heeft onder meer tot gevolg dat het verwerken van groot-schalige uitgiftes niet altijd vlekkeloos verloopt en aanleiding geeft tot scherpe prijsfluctuaties. Het identificeren van betrouwbare 'benchmarks', de oprichting van ecu-termijnmarkten en verhoging van de liquiditeit zijn echter elementen die zullen bijdragen aan het wegwerken van de nog bestaande marktimperfecties.

De ecu-obligatiemarkt biedt zowel voor vragers als voor aanbieders een aantal aantrekkelijke kenmerken. Voor diverse nationale autoriteiten wordt de mogelijkheid geboden relatief goedkoop te lenen, aangezien de ecu-rente in veel gevallen lager ligt dan de lokale rente. Verder speelt in het geval van Frankrijk duidelijk een politiek 'commitment' aan het Europese integratieproces een rol, hetgeen de promotie van de ecu met zich meebrengt. Aan de vraagzijde zijn in toenemende mate institutionele beleggers te vinden. De ecu-beleggingen worden gebruikt als activa ter dekking van 'Europese' verplichtingen, zoals bij verzekeringsmaatschappijen. Verder biedt de ecu-markt inmiddels tal van swap- en arbitragemogelijkheden ten opzichte van de onderliggende valuta's, aangezien een aantrekkelijk rendement geboden wordt in een betrekkelijk veilige 'munt'. Een en ander heeft geleid tot het beschikbaar komen van meer en betrouwbaarder statistisch materiaal voor het ecu-segment<sup>6</sup>.

Wel is het zo dat de onzekerheid met betrekking tot de toekomst van de huidige ecu toeneemt, wat de meest recente ecu-emissies parten heeft gespeeld. Immers, het aantal scenario's waarbij de ecu in de huidige samenstelling niet de valuta van de EMU wordt neemt toe. Te denken valt aan de EMU met twee snelheden, met een bijbehorende nieuw te definiëren 'kleine' ecu, of aan de introductie van een geheel nieuwe harde Europese munt.

6. UBS Phillips and Drew. *The ecu bond market*. 1990; European domestic bond markets 1991. *Euromoney*, blz. 19-24. Supplement, juli 1991.

## Opvallende resultaten

Tabel 2 bevat de gemiddelde effectieve rendementen voor een aantal soevereine leningen luidende in ecu's. Bij een vergelijking van deze rendementen moet met een aantal zaken rekening worden gehouden. Ten eerste is dit de gemiddelde duur, ofte wel de gewogen resterende looptijd<sup>7</sup>. Het is slechts zinvol leningen met een vergelijkbare duur naast elkaar te leggen. Ten tweede moet de periode waarover de rendementen worden gemiddeld dezelfde zijn, omdat koersen en rendementen direct afhankelijk van ontwikkeling in de rente (verwachtingen) en andere momentbepaalde externe informatie. Ten derde kunnen koersen vertekend worden door gebrek aan liquiditeit van een gegeven lening. Dit geldt niet voor benchmark-obligaties, maar wel voor een aantal kleine emissies met lage omzetvolumes.

Het maximale verschil in effectief rendement tussen de landen in het lange segment is nog geen 15 basispunten. Aangezien in deze groep zowel Frankrijk (een relatief laag-risicoland) als Italië (relatief hoog risico) zijn vertegenwoordigd, mag dit opvallend heten. Voorts is het opmerkelijk dat over de gehele steekproefperiode het VK ongeveer vier basispunten lager rendeert dan Frankrijk, wat uit risico-oogpunt niet voor de hand ligt (zie tabel 1), tenzij de markt alleen de staat van de overheidsfinanciën bepalend vindt voor het debiteurenrisico. Het middellange segment geeft een ander beeld te zien. Weliswaar is het rendement voor Frankrijk hier het laagst, maar hier vinden we dat de markt van Finland, dat als een van de 'beste' landen uit de risicovergelijking komt, een hoger rendement eist dan van relatieve achterblijver Italië. Een verklaring zou kunnen liggen in de eerder genoemde illiquiditeit, die de Finse lening parten speelt. Economisch gezien is het echter mogelijk, dat de markt het feit dat Finland geen lid is van de EG als risicoverhogend element beschouwt.

Deze stelling wordt echter niet onderschreven door de vergelijking in het korte segment. Hieruit blijkt dat van Denemarken, ondanks het EG-lidmaatschap, het hoogste rendement wordt geëist. Finland kent hier, zoals overigens op grond van de risico-inschatting verwacht zou mogen worden, een lager effectief rendement. Maar de risicovolgorde wordt al spoedig verstoord. Zowel voor Spanje als voor België, die beide met name op het gebied van de overheidsfinanciën een zwakke score kennen, neemt de markt genoegen met een lager rendement dan in het geval van Finland.

Hoewel deze exercitie geen uitputtende verklaring voor de aangetroffen verschillen in effectief rendement beoogt te geven, luidt de conclusie van deze globale vergelijking, dat verschillen in debiteurenrisico op dit moment een ondergeschikte rol spelen in de bepaling van het effectieve rendement op een gegeven soevereine lening. In die gevallen waar een hoger risico inderdaad aanleiding lijkt te geven tot een hoger rendement, bevindt deze opslag zich in de orde van grootte van enkele basispunten. Overigens suggereert verdere bestudering van het data-materiaal een negatief verband tussen de omvang van de lening en het effectieve rendement. Dit hangt vermoedelijk samen met de verhandelbaarheid van de verschillende leningen, waarbij beleg-

Land	Ger <sup>a</sup>	Duur <sup>b</sup>	Uitstaand	Periode
<i>Lange segment</i>				
VK	9,073	6,47	ecu 2.750 mln	1/3/1991-2/8/1991
Frankrijk	9,113	6,37	ecu 1.500 mln	1/3/1991-2/8/1991
Italië	9,220	5,97	ecu 1.000 mln	1/3/1991-2/8/1991
<i>Middellange segment</i>				
Frankrijk	8,943	4,66	ecu 873 mln	1/3/1991-2/8/1991
Italië	9,179	4,67	ecu 1.000 mln	1/3/1991-2/8/1991
Finland	9,254	4,97	ecu 500 mln	1/3/1991-2/8/1991
<i>Korte segment</i>				
België	9,078	3,81	ecu 1.250 mln	26/4/1991-2/8/1991
Spanje	9,147	3,99	ecu 1.000 mln	26/4/1991-2/8/1991
Finland	9,229	3,29	ecu 250 mln	26/4/1991-2/8/1991
Denemarken	9,407	3,99	ecu 250 mln	26/4/1991-2/8/1991

a. Gemiddeld effectief rendement in procenten.

b. In jaren.

Bron: Bloomberg, koersgegevens d.d. 09-08-1991.

gers in kleine leningen compensatie verlangen voor het feit dat deze titels relatief moeilijk verkocht kunnen worden. De toch al geringe verschillen in de effectieve rendementen in het lange segment worden volgens deze redenering voor een deel verklaard uit de grote omvang van de Britse ecu-lening; het verschil in debiteurenkwaliteit tussen de Italiaanse en de Britse overheid is dan volgens de markten virtueel afwezig.

**Tabel 2. Effectieve rendementen van ecu-leningen per debiteur**

## Consequenties voor de EMU

De constatering dat markten momenteel slechts in beperkte mate discrimineren tussen verschillende debiteurenrisico's kan niet automatisch van toepassing worden geacht op de EMU. Dit komt doordat de huidige marktsituatie niet in alle opzichten representatief hoeft te zijn voor de situatie in een EMU. Ten eerste is het denkbaar dat het uiteindelijke terugbetalingsrisico in een EMU zou kunnen worden aangescherpt door het 'no bail out'-criterium handen en voeten te geven. Dit kan ertoe leiden dat bij de markt het vertrouwen op impliciete steun van de Gemeenschap afneemt, waardoor rentetarieven beter gaan aansluiten op de bijbehorende risico's. Een tweede factor die van belang is betreft de (nog bestaande) marktimperfecties die de volledige vergelijkbaarheid van de leningen bemoeilijken. Door kapitaalstromen niet volledig vrij te laten of door het aanhouden van nationaal schuldpapier (ook dat luidend in ecu's) via belastingmaatregelen of door preferentieel solvabiliteitsbeslag te bevorderen, kan de vraag naar schuldtitels met een relatief hoge risico-indicatie kunstmatig worden bevorderd. Indien deze marktimperfecties in een EMU worden weggenomen, zou de relatie tussen risico en rendement duidelijker uit de verf kunnen komen. Desalniettemin geeft het huidige marktgedrag weinig aanleiding om te verwachten, dat er ten gevolge van het onderscheidend vermogen van financiële markten binnen een EMU een sterke corrigerende druk op

7. Zie voor een definitie en achtergrond van het begrip 'duration': R.A. Haugen, *Modern investment theory*, Prentice Hall, 1986.

het leengedrag van nationale overheden zal worden uitgeoefend. Dit volgt uit de aanwijzingen dat markten bij de tariefbepaling voor het plaatsen van en handelen in overheidsschuld slechts een marginale rol aan het debiteurenrisico lijken toe te dichten. Dit wil niet zeggen dat de markt een noodlijdende overheid tot in het oneindige zal blijven doorfinancieren. Het dichtdraaien van de geldkraan zal alsdan echter de vorm aannemen van het instortende kaartenhuis met alle schoksgewijze aanpassingen van dien, in plaats van de meer marktconforme duimschroevenmethode van een geleidelijk oplopende rente. Dit scenario is eveneens terug te vinden in het rapport-Delors<sup>8</sup>.

De kortzichtigheid van financiële markten met betrekking tot de verdiscontering van soeverein risico blijkt ook uit andere waarnemingen. De verslechtering van de kredietbeoordeling voor Italië, onder meer uitmondend in het verlies van de 'AAA-rating' van het instituut Moody's, heeft nauwelijks gevolgen gehad voor de rendementen op langlopende Italiaanse, in ecu luidende schuldtitels. Dit ondanks het feit dat syndicaatsleiders wel in toenemende mate vraagtekens plaatsen bij de toekomstige leencapaciteit van de Italiaanse overheid. Tevens valt in deze context te denken aan de bereidwilligheid om gedurende de jaren '70 en '80 de Latijnsamerikaanse overheden te blijven financieren, totdat de situatie onhoudbaar werd. De twijfel omtrent de discriminerende werking van markten wordt blijkbaar gedeeld door De Nederlandsche Bank, getuige recente uitlatingen van A. Szász. In de context van de financiering van de overheidstekorten van EMU-lidstaten vergeleek deze het vertrouwen in de markt met dat in een tweede huwelijk: "the triumph of hope over experience"<sup>9</sup>.

### Hoe verder?

Het lijkt er dus op dat een al te groot vertrouwen in het onderscheidende vermogen van de financiële markten vooralsnog niet door feitelijke ontwikkelingen wordt geschraagd. Er zullen dan ook aanvullende institutionele randvoorwaarden moeten worden gesteld aan de omvang en financiering van overheidstekorten binnen een EMU. Deze kunnen de vorm aannemen van normen ten aanzien van de omvang van de betrokken tekorten, al dan niet rekening houdend met het nationale spaaroverschot, omvang van de staatschuld en wat dies meer zij. Een andere optie betreft echter de centrale financiering van de verschillende tekorten, waarbij een nieuw op te richten instelling de verschillende rentetarieven per land gaat bepalen, afhankelijk van de economisch gefundeerde (on)wenselijkheid van het tekort<sup>10</sup>. Dit instituut past dan als het ware de tucht van de markt toe, als een helpende hand van de onzichtbare hand. Voordeel van deze aanpak ligt in het feit, dat overheden die het te bont maken geleidelijk worden geconfronteerd met stijgende rentelasten die overige uitgaven gaan beconcurreren. Als belangrijke voorwaarde voor de werkbaarheid van deze constructie geldt wel, dat de centrale financiering niet gelijkgesteld mag worden aan een impliciete 'bail-out'. Bovendien zal de vaststelling van de mate waarin het tekort te hoog is, alsmede van de daarop van toepassing zijnde hogere rente, geen sinecure vormen.

### Slot

Uit een rudimentaire risico-rendementsvergelijking van soevereine emittenten op de ECU-obligatiemarkt blijkt, dat debiteurenrisico een ondergeschikte rol speelt bij de tarifiering van deze leningen. Blijkbaar worden door de markt relatief weinig consequenties verbonden aan opvallende verschillen zowel in de staat van de overheidsfinanciën per land, alsmede in andere structurele economische factoren. Zonder een uitspraak te doen of de markt een juiste perceptie heeft van het soevereine terugbetalingsrisico, kan worden geconcludeerd dat de aanwijzing ontbreekt, dat er binnen een EMU een corrigerende druk van financiële markten op buitensporig lenende nationale overheden zal uitgaan. Er zal derhalve moeten worden gezocht naar andere vormen van beïnvloeding, waarbij de mogelijkheid van centrale financiering nadere bestudering verdient.

De bovenstaande conclusies verklaren ten slotte, waarom minister Kok niet staat te springen om een ecu-emissie van de Nederlandse overheid te lanceren. Hoewel politiek wenselijk in het kader van het huidige Nederlandse voorzitterschap van de EG en de voorlopersrol op weg naar een 'kleine' EMU die Nederland door de koppeling van de gulden aan de D-mark in feite al jaren speelt, vormt het plaatsen van een ecu-lening een relatief dure exercitie voor de schatkist. De kans dat het gunstige risicoprofiel van Nederland ten opzichte van landen als Italië, België of Spanje zich in een substantieel lagere ecurente zal vertalen, mag immers niet hoog worden ingeschat.

**W.W. Boonstra**  
**L.A.M. Dinkhuijzen**

8. Committee for the study of Economic and Monetary Union, op.cit., 1989, blz. 17.

9. A. Szász, *The politics of a European currency*, DNB, maart 1991. Artikel voor de conferentie The European Community in the 1990s: major issues and priorities for the Dutch presidency, 22 maart 1991, Den Haag.

10. Zie voor een uitwerking: W.W. Boonstra, The EMU and national autonomy on budget issues: an alternative to the Delors and the free market approaches, *Finance and the International Economy*, nr. 4, AMEX Bank Review Prize Essays, Oxford University Press, 1991.