

# Promotie

**F**inanciering ontvangen betekent: geld ontvangen in ruil voor betalingsbelofes. Logischerwijs kunnen financiële transacties problemen met zich meebrengen. Zo bevatten de betalingsbelofes die worden gedaan altijd een risico – alleen al omdat de toekomst onzeker is. Daarnaast brengen financiële transacties principaal-agent problemen met zich mee, omdat debiteuren niet volledig gecontroleerd kunnen worden door kapitaalverschaffers. Het proefschrift bevat drie artikelen waarin het functioneren van de kapitaalmarkt onder beperkingen centraal staat: een artikel over collectieve pensioenfondsen, een artikel

over politieke interventie in kapitaalmarkten en een artikel over staatsfinanciering. Deze bespreking behandelt alleen het derde. Net als iedere andere debiteur zijn ook staten beter geïnformeerd over hun betalingscapaciteit dan crediteuren. Recente ontwikkelingen in de Europese Unie laten bovendien zien dat staatsfinanciering een tweede probleem met zich meebrengt, want een staat kan niet gedwongen worden tot terugbetaling. De terugbetaling van staatsschuld is daarmee een politieke beslissing die door regeringen wordt genomen op basis van economische en politieke afwegingen. De schuldeisers van Griekenland werden recent herinnerd aan dit simpele feit toen Griekenland in maart 2012 in gebreke bleef bij de aflossing van zijn staatsschuld.

Het proefschrift laat zien dat met name het handhavingsprobleem de staatsfinanciering een bijzonder karakter verleent: staten geven vastrentende obligaties uit die regelmatig leiden tot een schulden crisis waarbij de staatsschuld heronderhandeld moet worden. De veronderstelde inefficiëntie van schulden crises en heronderhandelingen hebben tot vele beleidsvoorstellen geleid om de markt voor staatsfinanciering beter te laten functioneren. Een terugkerend voorstel is dat staten zich met andere contracten zouden moeten financieren, bijvoorbeeld met obligaties met een variabele rente, waarbij de rente afhankelijk is van de economische groei of van de belastinginkomsten. Het proefschrift stelt daarentegen juist dat vastrentende obligaties gezien moeten worden als een optimale overeenkomst tussen een staat en zijn schuldeisers, gegeven de informatie- en handhavingsbeperkingen.

Staten kunnen worden omschreven als kredietnemers die hun betalingsverplichtingen op elk gewenst moment kunnen verwerpen. Daarnaast is de exacte betalingscapaciteit van een staat moeilijk te beoordelen voor crediteuren, juist omdat deze afhankelijk is van de specifieke politiek-economische afweging van de regering in functie. Om crediteuren te informeren kan een staat zich onderwerpen aan een openbare audit, bijvoorbeeld door het IMF. Zo'n audit blijft meestal niet zonder poli-



**MARIO BERSEM**

*Promovendus aan de Universiteit van Amsterdam  
en de Universität Mannheim*

tieke gevolgen, zodat regeringen deze proberen te vermijden.

Bouwend op de drie aannames imperfecte handhaving, asymmetrische informatie en kostbare audits, laat het proefschrift zien dat de optimale overeenkomst tussen een staat en zijn schuldeisers een specifieke vorm aanneemt: ten eerste een staat betaalt een vast bedrag, of nominale waarde, wanneer het economisch goed gaat en ten tweede een staat blijft in gebreke wanneer zijn betalingsbereidheid lager uitvalt dan deze nominale waarde. De betalingsbereidheid van een staat hangt daarbij niet alleen af van de economische situatie en daarmee het beschikbare budget, maar ook van

de politieke kosten van openbare audits, en van de macht die schuldeisers hebben om economische sancties op te leggen. Wanneer een staat in gebreke blijft volgt een heronderhandeling, waarvan de uitkomst afhangt van de machtsverhouding tussen de staat en zijn schuldeisers.

Het proefschrift stelt dat dit theoretisch optimale contract overeenkomt met de obligaties die staten in de praktijk uitgeven. Het proefschrift kan daarmee een drietal ongerijmde feiten over staatsschuld verklaren. Ten eerste geeft het proefschrift een verklaring waarom staten ervoor kiezen om vastrentende obligaties uit te geven in plaats van meer variabele contracten. Zulke contracten besparen op kostbare audits omdat die alleen uitgevoerd worden wanneer de staat in gebreke blijft. Bij alternatieve contracten zullen de audits vaker plaats moeten vinden om de crediteuren te informeren. Ten tweede is bekend dat sommige staten in gebreke blijven bij zeer lage schulden, terwijl andere met veel hogere schulden blijven terugbetalen. Het proefschrift verklaart deze empirische bevinding door te wijzen op andere factoren die samen de betalingsbeslissing van een staat bepalen. Wanneer de crediteuren bijvoorbeeld zeer machtig zijn, zal een staat minder snel op een heronderhandeling aansturen. Ten derde is er een brede spreiding in hoeveel staten uiteindelijk terugbetalen na een heronderhandeling. Het proefschrift verklaart deze empirische bevinding door te wijzen op de macht van schuldeisers. De machtigste schuldeiser is het IMF. Historisch gezien wordt het IMF terugbetaald, ook wanneer andere schuldeisers worden gedwongen om verliezen te nemen. Ook de ECB geniet een dergelijke voorrangspatie. Interventies van machtige schuldeisers, zoals het IMF en de ECB, zijn dan ook onwenselijk omdat daarmee een zachte staatsschuld, die heronderhandeld kan worden, wordt omgezet in een harde staatsschuld.

## PROEFSCHRIFT

Bersem, M.R.C. (2012) *Other people's money: essays on capital market frictions*. Amsterdam: Thela Thesis.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.