



Schuldmanagement en het stabiliteitspact

Auteur(s):

Arnold, I.J.M.

*De auteur is verbonden aan Universiteit Nijmegen.***Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4157, pagina 477, 12 juni 1998

Rubriek:**Trefwoord(en):**

eu, emu

De EMU wordt stabielier als landen met veel staatsschuld indexleningen uitgeven en de schuld beter spreiden.

De aanwezigheid van omvangrijke nominale staatsschuld verzwakt de geloofwaardigheid van het monetaire beleid. Als we volgend jaar de EMU ingaan met twee landen die een staatsschuldquote van meer dan 100% hebben, is het van belang dit effect te neutraliseren. Een beter management van staatsschuld, door het gebruik van indexleningen en de spreiding van het houderschap van staatsleningen te bevorderen, kan hierbij behulpzaam zijn.

De opmerkelijke daling van het overheidstekort in een aantal Europese landen in de aanloop naar de EMU, roept vragen op over de duurzaamheid van de sanering van hun overheidsfinanciën. Terwijl velen vraagtekens plaatsen bij de soms aan creatief boekhouden grenzende maatregelen die zijn getroffen om de criteria van Maastricht te halen, is er weinig aandacht voor de invloed die de daling van de korte rente heeft gehad op het overheidstekort. Toch heeft deze daling landen met een hoge staatsschuld een welkom duwtje in de rug gegeven.

[tabel 1](#) laat zien hoe sterk dit duwtje was gedurende de periode 1993-1997. Van de totale reductie van bijvoorbeeld het Italiaanse overheidstekort van 9,5% in 1993 naar 2,7% in 1997, blijkt 2,6 procentpunt het gevolg te zijn van een daling van de rentelasten, waarvan weer 2,1 procentpunt het rechtstreeks gevolg is van de daling van de korte rente. Ook landen als Griekenland, België, Portugal en Spanje hebben hiervan geprofiteerd. Bij landen met een langere looptijd van de staatsschuld, zoals Oostenrijk, Nederland en het Verenigd Koninkrijk, is dit effect veel kleiner.

Tabel 1. Effect van daling korte rente op overheidstekort

	overheids- schuld (% bbp, 1997)	overheids- tekort (% bbp, 1997)	looptijd (in jaren, 1993-1997)	veranderingen overheids- tekort	rente lasten	door daling korte rente*
Griekenland	108,7	4,0	-	-9,8	-3,2	-2,7
Italië	121,6	2,7	4,1	-6,8	-2,6	-2,1
België	122,2	2,1	4,5	-5,0	-2,8	-2,0
Portugal	62,0	2,5	3,2	-3,6	-1,9	-1,9
Spanje	68,8	2,6	3,2	-4,3	-0,7	-1,8
Zweden	76,6	0,8	2,6	-11,4	0,0	-1,3
Frankrijk	58,0	3,0	5,3	-2,8	0,2	-0,7
Denemarken	65,1	-0,7	4,8	-3,5	-2,1	-0,5
Finland	55,8	0,9	4,6	-7,1	0,8	-0,4
Duitsland	61,3	2,7	4,9	-0,5	0,4	-0,3
Ierland	66,3	-0,9	5,7	-3,6	-2,1	-0,3
Oostenrijk	66,1	2,5	6,1	-1,7	-0,2	-0,2
Nederland	72,1	1,4	6,5	-1,8	-1,0	-0,2
VK	53,4	1,9	10,4	-6,0	0,6	0,1

Bron: Europees Monetair Instituut, Convergentierapport, 25 maart 1998; *: eigen berekeningen.

Nu mogen we aannemen dat Europa's centrale bankiers de korte rente niet tot het huidige lage niveau hebben laten zakken om een aantal regeringen een gemakkelijke intrede in de EMU te gunnen. Dat neemt niet weg dat het allerminst zeker is of de korte rente lang op dit niveau zal blijven, dus of dit rente-voordeel duurzaam is. Hoe moet een land als Italië, dat met de recente rente-meewind maar net de budgetnorm kan halen, straks aan het stabiliteitspact voldoen als de rente-ontwikkeling even tegen zit?

Het stabiliteitspact is bedoeld om de begrotingsdiscipline in de EMU duurzaam te verbeteren. Het werkt op basis van meerjarige stabiliteitsprogramma's van de lidstaten, surveillering daarvan door de Europese Commissie en de Europese Raad en de mogelijkheid om financiële sancties op te leggen aan lidstaten die herhaald de 3% budgetnorm overschrijden. De kritiek op het stabiliteitspact is dat het een juridische constructie is zonder de ingebouwde prikkels tot goed gedrag waar economen zo van houden. Er zijn ook maar weinig

economen die geloven dat de sancties ooit zullen worden opgelegd. Het stabiliteitspact is ook slecht uitgerust om rekening te houden met de korte rente, waarvan de middellange-termijn ontwikkeling moeilijk voorspelbaar is. En hoe sterk staat de Raad in het opleggen van sancties aan een land, dat door een verhoging van de korte rente door de Europese Centrale Bank (ECB) in de problemen is gekomen? Zo'n land zal zich dubbel gepakt voelen: eerst door de ECB, daarna door de Raad.

Een alternatief voor het stabiliteitspact is vrijmunterij: Nederland houdt een 'schaduw centrale bank' achter de hand die men dreigt te activeren als EMU-deelnemers uit de pas lopen ¹. Dit is evenwel een zeer zware sanctie die forse repercussies zou hebben op het Europese integratieproces. Een andere mogelijkheid is dat de EU niet alleen een norm voor het begrotingstekort vaststelt, maar zich ook actief met de samenstelling van de overheidsfinanciën gaat bemoeien ².

Bescheidener van aard is het vijf-punten-plan dat de Duitse Minister van Financiën Waigel onlangs opperde ³. Naast een aanscherping van het stabiliteitspact voorziet zijn plan in de afspraak dat EMU-deelnemers het percentage korte-termijn schuld in hun totale staatsschuld reduceren. Op deze manier kan het probleem van de rentegevoeligheid van de staatsschuld van sommige landen worden aangepakt. Toch zijn hiermee nog niet alle mogelijkheden om schuldmanagement dienstbaar te maken aan het stabiliteitspact uitgebuit. Dit artikel gaat nader in op de relatie tussen schuldmanagement en het stabiliteitspact en pleit onder andere voor de uitgifte van indexleningen door landen met een hoge staatsschuld.

De looptijd van schuld

De relatie tussen het schuldmanagement van de staat en de geloofwaardigheid van het monetair beleid is complex. Dit heeft te maken met het tijdsinconsistentieprobleem. Bij de uitgifte van staatsschuld heeft de overheid er belang bij om de inflatieverwachtingen bij beleggers te temperen, teneinde slechts een lage rente te hoeven betalen. Zodra echter een omvangrijk bedrag aan staatsschuld uitstaat, heeft de overheid voordeel bij het reduceren van de reële waarde hiervan door middel van inflatie. Dit voordeel stijgt met de looptijd van de staatsschuld. Reductie van de looptijd van de staatsschuld versterkt volgens deze redenering de geloofwaardigheid van het monetair beleid omdat de overheid minder voordeel heeft van een onverwachte inflatiegolf.

Maar we hebben hierboven gezien dat door looptijdverkorting van de staatsschuld de rentegevoeligheid van het overheidstekort en de weerzin tegen een verkrapping van het monetair beleid juist stijgen. Sommige economen pleiten er dan ook voor - net als Waigel in zijn vijf-punten-plan - dat landen met een hoge staatsschuld juist de looptijd van hun schuld moeten verlengen ⁴. Dit lijkt in tegenspraak met de bovenstaande redenering.

Uit het oogpunt van geloofwaardigheid van monetair beleid is het verschil tussen lange en korte staatsschuld echter minder groot dan het lijkt. Een te ruim monetair beleid, veroorzaakt doordat de centrale bank de korte rente te lang te laag houdt en resulterend in een olopende inflatie, geeft de overheid zowel goedkope financiering van korte schuld als een sterke reële waardevermindering van de uitstaande lange schuld. Het nadeel voor de overheid is een hogere lange rente als ze nieuwe lange staatsschuld wil uitgeven, omdat beleggers rekening houden met de verwachte inflatie en bovendien een risicopremie eisen.

Het geloofwaardigheidsprobleem kan dus niet volledig worden opgelost met veranderingen in de looptijd van de staatsschuld. Maar als de keuze beperkt zou blijven tussen korte en lange staatsschuld, dan zou lange staatsschuld toch de voorkeur verdienen. Lange financiering voorkomt dat de rentelasten op de staatsschuld te direct gaan samenhangen met veranderingen in het beleidsinstrument van de centrale bank. Bovendien beschermt lange schuldfinanciering overheden beter tegen een liquiditeitscrisis. In de EMU is een met korte schuld gefinancierde overheid kwetsbaar voor een vertrouwenscrisis in de financiële markten. Een liquiditeitscrisis kan dan immers niet eenvoudig worden opgelost door de geldkraan open te zetten, aangezien deze buiten het bereik van de overheid in Frankfurt staat. Gelukkig blijft de keuze niet beperkt tot korte of lange schuld, maar bestaan er ook nog indexleningen.

Voordeel gebruik indexleningen

In veel landen, zoals het Verenigd Koninkrijk, Canada, Zweden, Australië en Nieuw-Zeeland, zijn inflatie-geïndexeerde leningen ingeburgerd in het schuldmanagement. Een belangrijk argument voor de introductie van indexleningen in deze landen was de kostenbesparing op de rentelasten. Door beleggers ex post volledige compensatie voor de opgetreden inflatie te bieden, kan de overheid de premie voor het inflatierisico in de lange rente uitsparen. Andere argumenten voor de introductie van indexleningen in de EMU zijn dat ze beleggers in euros bescherming kunnen bieden tegen inflatie en dat ze een nuttige rol kunnen spelen in de uitvoering van het monetair beleid ⁵.

Het belangrijkste voordeel van indexleningen is echter dat ze de geloofwaardigheid van het monetair beleid kunnen vergroten. Indexatie van staatsschuld verwijdert het voordeel dat regeringen hebben van reële schuldvermindering ten gevolge van inflatie. Daar waar het stabiliteitspact probeert dit probleem binnen beheersbare proporties te houden, lost het gebruik van indexleningen het op: weginfleren kan niet meer. Daarmee verdwijnt de belangentegenstelling tussen de ECB en de nationale regeringen. Indexleningen kunnen het stabiliteitspact zo de automatische prikkels geven die het nu nog mist. Zo kan men zich voorstellen dat landen die het stabiliteitspact schenden door de EU worden verplicht om alleen nog maar indexleningen uit te geven. Dit is voor die landen aantrekkelijker dan de financiële sancties die in het stabiliteitspact zijn voorzien. De indexleningen dienen dan wel een lange looptijd te hebben, teneinde het risico van liquiditeitscrises te minimaliseren.

De vraag naar indexleningen moet komen van pensioenfondsen en van individuele beleggers die het inflatierisico willen afdekken ⁶. Angst dat er te weinig vraag is lijkt mij ongegrond. Als het aanbod van indexleningen groter is dan de vraag dan zal de prijs zakken, net zolang totdat de markt in evenwicht is. Dit kan de kosten voor de uitgevende overheden verhogen, maar verandert niets aan het gunstige effect van indexleningen op de inflatiehouding van de regering.

Het kredietrisico

Hoewel de uitgifte van indexleningen de budgettaire druk op het gemeenschappelijk monetair beleid kan wegnemen, kan ze niet voorkomen dat een Europese regering niet meer aan haar betalingsverplichtingen kan voldoen. Er blijft dus kredietrisico bestaan, ook op

indexeringen. Formeel gezien is de kredietwaardigheid van andere lidstaten niet onze zorg. De "no-bailout" clausule in het verdrag van Maastricht (artikel 104b) sluit immers de aansprakelijkheid van lidstaten voor de betalingsverplichtingen van hun Europese partners uit. Maar ook dit is een juridische oplossing, die door de economische realiteit kan worden ingehaald. De 'no-bailout' clausule kan alleen maar geloofwaardig zijn als Europese lidstaten erin slagen zich enigszins te isoleren voor de gevolgen van een financiële crisis in één van de lidstaten. De rol van de financiële sector is daarbij cruciaal, omdat financiële crises de neiging hebben zich voort te planten via het financiële stelsel. Een voor de hand liggende manier om de kwetsbaarheid van financiële instellingen voor betalingsproblemen in individuele lidstaten te verminderen is het bevorderen van voldoende diversificatie in hun beleggingsportefeuilles⁷. De cijfers in [tabel 2](#) laten zien dat het hieraan nogal schort. In veel landen is een groot gedeelte van de staatsschuld in handen van de binnenlandse financiële sector. Vanuit het oogpunt van de kwetsbaarheid van de financiële sector is echter vooral de laatste kolom in [tabel 2](#) van belang, die aangeeft welk gedeelte van de activa van de financiële sector bestaat uit binnenlandse staatsschuld. Een betere spreiding van het houderschap van staatsschuld zal moeten voorkomen dat een excessieve staatsschuld ooit het probleem wordt van de crediteur, in plaats van van de debiteur.

Tabel 2. Overheidsschuld en financiële sector, 1989

	overheidsschuld in handen van de binnenlandse financiële sector (% van totale schuld)			aandeel overheidsschuld in portefeuille financiële sector (%)
	totaal	korte-termijn	lange-termijn	
Spanje	60,8	42,9	17,9	26,1
België	58,0	22,5	35,6	48,8
Oostenrijk	48,2	5,6	42,6	17,3
Griekenland	46,4	43,6	2,8	31,8
Duitsland	35,1	0,9	34,2	6,3
Frankrijk	28,8	20,7	8,1	6,9
Portugal	27,5	8,7	18,8	29,7
Denemarken	18,5	4,5	13,9	17,4
Nederland	17,7	0,9	16,8	12,4
Finland	16,8	0,5	16,3	2,6
Italië	13,2	9,9	3,3	28,9
Ierland	10,6	0,6	10,0	20,5
Zweden	7,9	1,0	6,9	8,7
VK	4,8	1,7	3,1	2,2

Bron: M. de Broeck, The financial structure of government debt in OECD countries, *Journal of Monetary Economics*, 1997, blz. 279-301.

Conclusie

Het stabiliteitspact en de 'no-bailout'-clausule zijn juridische instrumenten om de Europese overheidsfinanciën te beheersen. Economen hebben daar over het algemeen weinig vertrouwen in. Twee aanvullingen op het stabiliteitspact kunnen echter helpen om de automatische prikkel tot goed gedrag te vergroten. Ten eerste kunnen indexeringen voorkomen dat regeringen hun budgettaire problemen proberen af te schuiven op de ECB. Ten tweede kan een betere diversificatie van het houderschap van staatsschuld voorkomen dat regeringen hun budgettaire problemen proberen af te wentelen op hun voornaamste creditoren, in veel gevallen de binnenlandse financiële sector.

Zie ook:

J.H. Brits en R.M. Oort, Discussie: [Indexeringen zijn geen alternatief voor het stabiliteitspact](#), *ESB*, 28 augustus 1998, blz. 635-636.

I.J.M. Arnold, Naschrift: [Een pact voor het walhalla](#), *ESB*, 28 augustus 1998, blz. 636-637

¹ Zie R. Bruggink, P. van Foreest, N. Plaisier, C.G. de Vries, S. van Woelderen, [Een ongeloofwaardig pact, of vrijmunterij](#), *ESB*, 5 maart 1997, blz. 189-191.

² Zie Perotti, Strauch en Von Hagen, Sustainability of public finances, *CEPR discussion paper*, nr. 1781, november 1997.

³ Zie bijvoorbeeld L. Barber en W. Münchau, Bonn opens Emu door to high-debt countries, *Financial Times*, 23 maart 1998.

⁴ Zie bijvoorbeeld W.W. Boonstra en S.C.W. Eijffinger, *Banks, Financial Markets and Monetary Policy*, NIBE, 1997, p. 16.

⁵ Zie respectievelijk P.A. Groenendijk, Gebruiker euro moet tegen inflatie worden beschermd, *De Volkskrant*, 21 april 1997 en M.M.G. Fase en E. Shtrasburg, [Indexeringen en inflatierisico in de EMU](#), *ESB*, 13 augustus 1997, blz. 604-608.

⁶ Zie K.P. Goudswaard en J. de Haan, Het marktpotentieel van indexeringen, *ESB*, 24 oktober 1990, blz. 992-995.

⁷ Dit kan worden gerealiseerd door aanpassing van de solvabiliteitsrichtlijnen.

