



## Zalm's Italofobie

**Auteur(s):**

Ruyter van Steveninck, M.A. de

**Verschenen in:**

ESB, 83e jaargang, nr. 4138, pagina 97, 6 februari 1998

**Rubriek:**

Van de redactie

**Trefwoord(en):**

emu

**Het bericht kwam als een totale verrassing. Minister Zalm van Financiën zou van plan zijn af te treden als Italië in de eerste ronde deelneemt aan de EMU, en dus de lire opgaat in de euro<sup>1</sup>, iets wat hij overigens later ontkende. Maar zijn punt was duidelijk: Italië joemelt met de tekortnorm en brengt daarmee de waardevastheid van de euro in gevaar.**

De Italiaanse begrotingstrucs springen inderdaad nogal in het oog. Zo heeft Rome de burgers over 1997 een zogenaamde euro-belasting laten betalen. Hierdoor kwamen de staatsinkomsten zo hoog uit dat het officiële overheidstekort ruim onder de 3% dook. Later zal deze belasting, in ieder geval ten dele, worden terugbetaald. Maar op langere termijn blijft de consolidatie van de overheidsfinanciën indrukwekkend: sinds het begin van de jaren negentig is er zelfs een overschot op de primaire overheidsrekening<sup>2</sup>. Bovendien is Italië op het gebied van begrotingstrucs niet de enige. Ook Frankrijk heeft dergelijke grappen uitgehaald: zo liet Parijs zich betalen om toekomstige pensioenverplichtingen van France Télécom op zich te nemen.

In hoeverre de Italiaanse overheid wil potverteren, is wel beschouwd haar eigen zaak. Waarom zou het principe van subsidiariteit hier niet opgaan? De inflatie is in Italië lager dan ooit (momenteel zelfs lager dan in Nederland). Hetzelfde geldt voor de rente.

Het is genoegzaam bekend dat de Maastrichtnormen, nog afgezien van bovengenoemde trucs, bepaald geen sterke economische onderbouwing hebben. De theorie der optimale valutagebieden zegt bijvoorbeeld niets over een maximaal aanvaardbaar overheidstekort of staatsschuld

Wel moet voorkomen worden dat andere landen voor de negatieve gevolgen van de vroegere Italiaanse spijlucht moeten opdraaien. Goede institutionele spelregels zijn hierbij echter belangrijker dan de precieze hoogte van het overheidstekort. Er zijn twee potentiële negatieve transmissiemechanismen: inflatie en rente.

De gedachte achter de Maastrichtcriteria is dat hoe hoger het overheidstekort van een deelnemer, des te groter de verleiding om inflatie te genereren teneinde de reële waarde van de schuld te verminderen. En deze inflatoire druk zou dan de waarde van de euro aantasten, en "onze (pensioen)besparingen uithollen". Binnen afzonderlijke landen is dit inderdaad een plausibel mechanisme. Maar binnen de muntunie die de EMU moet worden werkt het in principe niet zo.

De Europese Centrale Bank (ECB) zal prijsstabiliteit als enige hoofddoelstelling hebben, en onafhankelijk zijn. Hierdoor zal zij weerstand kunnen bieden aan een eventuele wens van bijvoorbeeld Rome om via meer inflatie de reële waarde van de Italiaanse staatsschuld te verminderen. Zo werkt het in ieder geval in een muntunie als de VS, waar het dreigende faillissement van de staat New York nooit een uithollend effect op de waarde van de dollar heeft gehad.

Ten tweede zouden Italiaanse begrotingstekorten de rente binnen de EMU kunnen opstuwten. Maar ook hierbij kunnen vraagtekens worden gezet. Mondiale kapitaalmarkten zijn zo sterk geïntegreerd dat afzonderlijke tekorten wel uitzonderlijk hoog moeten zijn om de wereldmarktrente omhoog te jagen.

Het is wel belangrijk dat de lidstaten er in slagen een geloofwaardige 'no bail out'-clausule af te spreken, waarbij ze beloven niet elkaars schulden te zullen overnemen. Dan leidt een hoog Italiaans overheidstekort via een afgenomen kredietwaardigheid alleen tot een hogere geëiste rente op Italiaanse staatsschuld, zonder dat de andere Europese landen daar last van hebben. Ook binnen Nederland is het mogelijk dat verschillende marktpartijen niet dezelfde rente hoeven te betalen over hun leningen. Een multinational is nu eenmaal kredietwaardiger dan een buurtwinkel.

Bovendien is het niet erg consequent om alleen naar de extra vraag naar kapitaal te kijken. Italië heeft niet alleen een traditioneel netto publieke vraag naar besparingen, maar ook een traditioneel particulier aanbodoverschot. Zelfs als het Italiaanse overheidstekort negatief zou doorwerken op de Europese rente en inflatie, dan geldt dat de Italiaanse particuliere besparingen hiervoor meer dan compenseren (Italië heeft een overschot op de betalingsbalans).

Het lijkt onwaarschijnlijk dat Zalm, die als directeur van het CPB toch een naam heeft opgebouwd, dit niet zou weten. Daarom ligt het voor de hand om aan verkiezingsretoriek te denken. Immers, VVD-fractievoorzitter Bolkestein en financieel woordvoerder Hoogervorst hebben zich meerdere malen in dezelfde bewoordingen uitgelaten. En als verkiezingsstrategie is het waarschijnlijk nog niet eens zo slecht. Veel kiezers hebben maar weinig verstand van macro-economie, maar maken zich wel zorgen over de waardevastheid van hun

spaargelden. Volgens een recent NIPO-onderzoek is 38% van de bevolking tegen Italiaanse deelname aan de EMU, tegen slechts 20% voor.

Maar het spel dat Zalm speelt is niet zonder gevaar. Door zo sterk de nadruk te leggen op het halen van de 3%-norm wekt hij de indruk dat institutionele factoren als de onafhankelijkheid van de ECB en een geloofwaardige 'no bail out-clausule' niet meer zo belangrijk zijn. Maar hierdoor zouden de financiële markten wel eens hun geloof in het welslagen van de EMU kunnen verliezen, met mogelijke paniek als gevolg. En dat zou pas slecht voor onze pensioenen zijn

---

**1** *NRC Handelsblad*, 13 januari 1998.

**2** OESO, *Economic Survey Italy*, 1997.