

# Zijn de budgettaire normen van Maastricht onzin?

In de *Volkscrant* van 23 februari jl. wordt verslag uitgebracht van een opmerkelijke lezing aan de Rijksuniversiteit te Groningen door W.H. Buitter, hoogleeraar aan de Yale-universiteit<sup>1</sup>. Buitter trekt van leer tegen de budgettaire EMU-normen die in december jl. in het verdrag van Maastricht werden vastgelegd en bestempelt deze als wetenschappelijke nonsens. Buitter heeft blijkbaar het Verdrag van Maastricht doorgenomen, al sluimerend tijdens zijn vlucht over de Atlantische Oceaan, want hij heeft het over het bindende karakter van de 60-procentnorm voor de verhouding van de overheidsschuld tot het bnp, als voorwaarde voor toetreding tot de tweede fase van de EMU begin 1997. In het bewuste verdrag wordt gesteld dat landen met een schuld/bnp-verhouding hoger dan 60% (België, Ierland, Italië, Nederland, Griekenland en Portugal), dienen te streven naar een duurzame afbouw van hun schuldratio. Het spreekt vanzelf dat dit een lange-termijndoel is dat zich ver voorbij de horizon van '1996' situeert. Simulaties tonen bij voorbeeld voor België aan dat zelfs indien een strak budgettair beleid wordt gevolgd onder gemiddelde voorwaarden van economische groei en inflatie, een schuldratio van 70% slechts haalbaar is tegen het jaar 2010. Op dit punt slaat Buitter de plank flink mis.

De centrale stelling die door Buitter wordt aangehangen is dat de financiële markten budgettair lakse overheden in de EMU foutloos en op het gepaste moment zullen afstraffen door hogere risicopremies te eisen op de nieuwe schuldemissies en door eventueel over te gaan tot het opschorten van elke vorm van kredietverlening. Deze dreiging zou een afdoende rem vormen voor elke budgettaire ontsporing. Dat de financiële markten in het kader van een EMU een grote mate van rationaliteit vertonen in de beoordeling van de solvabiliteit van overheden, blijkt uit de interestverschillen op vergelijkbaar overheidspapier die in federale landen zoals Canada en de VS worden waargenomen. De omvang van deze premies blijft echter bescheiden, rekening houdend met het risico op een eventuele staking van het betalen van de 'dienst' op de uitstaande schuld. Zo werd aan de staat New York voor het uitbreken van de financiële crisis een risicopremie van slechts 0,4% berekend. Mogelijkerwijs rekenden de crediteuren op een hulpactie vanwege de federale overheid of vanwege de 'federal reserve'.

Buitter stapt in zijn kritiek op de EMU-normen echter lichtvoetig heen over de z.g. externaliteiten die een budgettair lakse partner veroorzaakt. Het gaat hier om effecten die doorsijpelen van de lidstaat met buitensporige tekorten naar de EMU-gemeenschap. Een eerste doorsijpelings-effect heeft betrekking op de mogelijke rentestijging in de EMU als gevolg van buitensporige tekorten in één lidstaat. Hierdoor zuigt het tekortland door de emissie van leningen de beschikbare besparingen in de EMU op. De om-

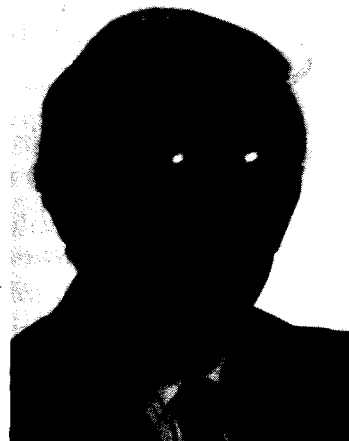
vang van dit rente-effect hangt uiteraard af van het aandeel van het tekort van de lakse partner in het totale tekort van de EMU. Indien men er rekening mee houdt dat het aandeel van de overheidsschuld van Italië nagenoeg 8% van het Europese binnenlandse produkt vertegenwoordigt en dat van België 3,8%, dan loopt de vergelijking die Buitter maakt met Amerikaanse deelstaten zoals Connecticut enigszins mank.

Een tweede soort doorsijpelings-effecten is veel ernstiger en verwijst naar de verstoring van de financiële markten indien een lid van de EMU in een financiële crisis verzeild raakt. De waardering van de uitstaande schuld van een falende partner plant zich voort in het financiële systeem van de EMU, waar het overheidspapier van dit land als een hete aardappel van hand tot hand gaat. De kettingreacties die een dergelijke situatie op gang brengt zijn des te omvangrijker naarmate het betrokken overheidspapier meer in handen is van institutionele beleggers zoals banken en verzekeringsmaatschappijen. Voor België wordt het overheidspapier in handen van deze beleggers op 70% van de binnenlandse schuld geraamd. In dergelijke omstandigheden zal de druk op de Europese Centrale Bank toenemen om de betrokken financiële instellingen te hulp te snellen, hetgeen de inflatie in de EMU zou aanwakkeren.

Een derde bron van doorsijpelings-effecten vindt haar oorsprong in de solidariteit tussen de leden van de EMU onderling, die geneigd zouden kunnen zijn om een partner in financiële moeilijkheden uit de penarie te helpen.

Doorsijpelings-effecten dienen te worden geïnternaliseerd, dat wil zeggen toegerekend te worden aan de lakse overheid. Dit kan op een coöperatieve wijze gebeuren door expliciete spelregels overeen te komen en door de geloofwaardigheid van deze spelregels door de praktijk van de EMU te vestigen. Budgettaire normen zijn een wellicht onvolmaakte vorm van spelregels ter voorkoming van de bovengenoemde doorsijpelings-effecten.

Ongetwijfeld dienen deze spelregels in de nabije toekomst te worden aangevuld met een Europese regulering van het financiële systeem, waardoor dit beter bestand zou worden tegen de schokgolven die een budgettair lakse en falende lidstaat kan veroorzaken.



P. van Rompuy

1. Het betoog van Buitter vindt u verderop in dit nummer van ESB.