

# Het Stabiliteits- en Groeipact: noodzaak, ervaringen en verbeteringen

*Jakob de Haan en Robert Inklaar*

Het Verdrag van Maastricht bepaalt, dat het vorderingstekort van de totale overheid niet meer mag bedragen dan 3% van het bruto binnenlands product (BBP), tenzij het tekort substantieel en gestaag daalt in de richting van deze waarde, of de overschrijding van de 3%-norm slechts tijdelijk en van uitzonderlijke aard is en dicht bij de referentiewaarde blijft. Aan deze voorwaarde moest niet alleen zijn voldaan om tot de EMU toe te treden: ook nu de EMU van start is gegaan, dienen lidstaten zich aan deze regel te houden. Om de begrotingsdiscipline meer handen en voeten te geven, heeft de Europese Raad van Amsterdam een politiek akkoord bereikt over het Stabiliteits- en Groeipact. Het doel van dit Pact is begrotingsdiscipline te garanderen. Het Pact is zo opgezet dat het aan de ene kant tijdig waarschuwt als een lidstaat de vastgestelde limiet dreigt te overschrijden. Aan de andere kant voorziet het in de mogelijkheid om sancties op te leggen aan een lidstaat met een excessief tekort. Het Pact vormt een nadere uitwerking van de bepalingen in het Verdrag van Maastricht; op sommige punten vormt het echter een aanscherping ervan. Zo dient elke lidstaat te streven naar begrotingsevenwicht, of zelfs een begrotingsoverschot, op de middellange termijn.

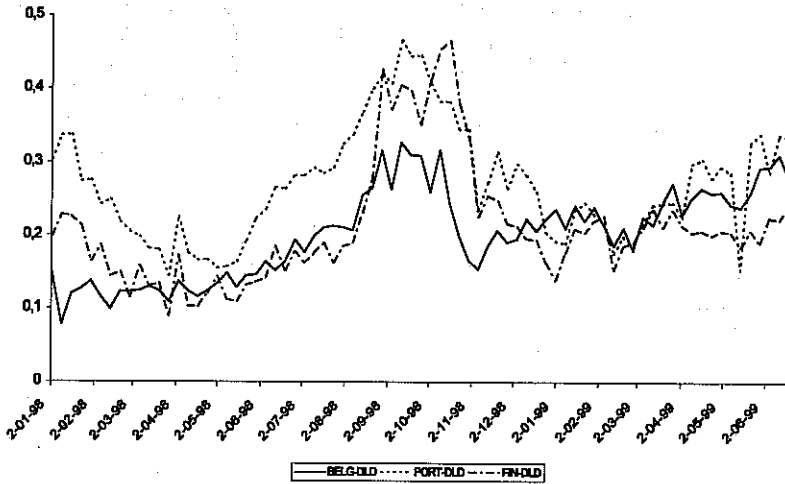
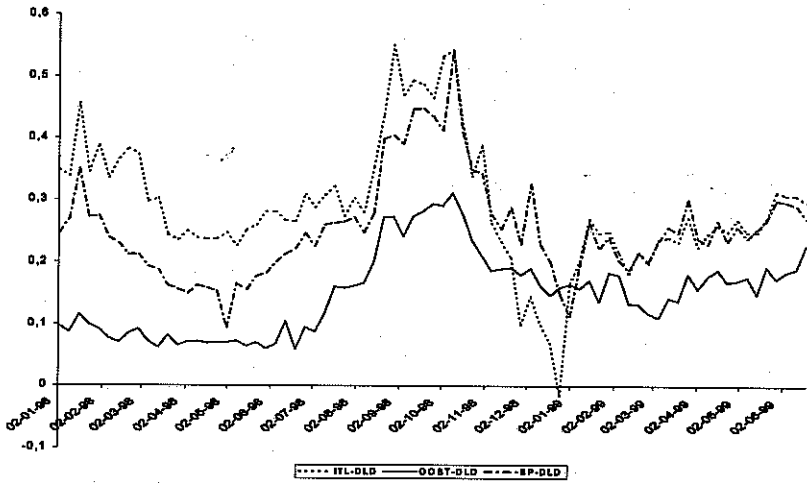
Er bestaat veel kritiek op het Pact. Deze loopt uiteen van scepsis of het ooit zal werken tot grote twijfel over de noodzaak. Dit roept een aantal vragen op die we in het navolgende trachten te beantwoorden. In de eerste plaats is een korte beschouwing van de argumenten pro en contra het Pact op zijn plaats (paragraaf 1). Vervolgens wordt een beoordeling van het Pact gegeven op basis van ervaringen in de Verenigde Staten met regels voor de begrotingsdiscipline. De VS zijn interessant om de effectiviteit van bepaalde begrotingsregels te toetsen, omdat bijna alle staten dergelijke regels kennen - in talloze variëteiten - en deze regels reeds lang bestaan. In paragraaf 3 zullen de ervaringen met het Pact tot

nu toe worden belicht. De laatste vraag waarop we in paragraaf 4 antwoord willen geven is of er methoden zijn om de begrotingsdiscipline op een meer marktconforme wijze af te dwingen. Twee mogelijke oplossingen zullen daarbij de revue passeren: het versterken van de discipline van de financiële markten door meer bankgaranties voor staatsleningen te eisen en de mogelijkheid om verhandelbare tekortrechten uit te geven.

## 1. Argumenten voor en tegen het Pact

Sommige critici van het Groei- en Stabiliteitspact menen dat dit onnodig is, omdat financiële markten onder bepaalde voorwaarden in staat zullen zijn om begrotingsdiscipline af te dwingen. Eén voorwaarde hiervoor is een geloofwaardige *no bail-out* clausule: als een lidstaat in een schulden crisis terecht komt zullen de andere lidstaten en de ECB niet te hulp schieten. Wanneer er geen *bail-out* mogelijkheden zijn, draagt de lidstaat de last van een hoge schuldquote zelf. Op een efficiënt werkende kapitaalmarkt wordt de schuld van een land dat zich diep in de schulden steekt overeenkomstig geprijsd in de vorm van een hogere kredietrisicopremie. De hieruit volgende hogere rentelasten zullen een land stimuleren om het tekort terug te dringen. De vraag is echter of de kapitaalmarkt inderdaad zo efficiënt is dat de risico's van een overmatige schuldenlast tijdig en adequaat worden vertaald in een hogere premie. Tevens is het de vraag of overheden (in voldoende mate) reageren op hogere rentelasten. De historie geeft tal van voorbeelden die suggereren dat de eerste vraag negatief beantwoord dient te worden. Bij de financiële crisis van New York in de jaren '70, maar ook bij de schulden crisis van Mexico in 1995 en de Azië crisis in 1997, bleek de markt de risico's niet voldoende (snel) onderkend te hebben. Figuur 1 toont de renteversillen op langlopende staatsschuld van enkele EMU-lidstaten ten opzichte van die van Duitsland. Uit de figuur blijkt dat de spreads verschillen, maar over het algemeen beperkt zijn.

**Figuur 1: Lang rentevershil ten opzichte van Duitsland**



Het antwoord op de tweede vraag is lastiger. Als meer lenen inderdaad tot (relatief) hogere rentelasten leidt, hoeft dit niet automatisch tot een lager tekort te leiden. Recent onderzoek laat zien dat dit echter wel het geval is. De Haan en Sturm (1999) vinden namelijk dat de schuldenlast een zeer significante negatieve invloed heeft op het primaire overheidstekort in 10 OESO landen met een hoge schuldquote<sup>1</sup>. In regressies met het primaire tekort als afhankelijke variabele worden de primaire tekorten uit het verleden, de verandering van de werkloosheid (DUB), de schuldenlast (RB) en een indicator voor de financiële openheid (OPEN) als verklarende variabelen opgenomen. Onderstaande regressies zijn uit deze studie overgenomen. Uit tabel 1 blijkt dat toenemende rentelasten gepaard gaan met een lager primair tekort.

**Tabel 1: Invloed van rentelasten op het primaire tekort, 1978-96 voor 10 OECD landen met een hoge schuldquote**

	Tekort(-1)	DUB	RB	OPEN	R <sup>2</sup> (adj)	obs.
1.1	0,786 (17,29)	0,726 (5,88)	-0,597 (-4,40)	-0,416 (-1,56)	0,81	129
1.2	0,784 (18,94)	0,632 (5,60)	-0,574 (-4,68)	-0,428 (-1,78)	0,81	127

Noot: t-waarden staan tussen haakjes. Landen dummies zijn opgenomen. Schatting via WLS, waarbij gecorrigeerd is voor unbalanced data set. De afhankelijke variabele is het primaire tekort (L.o.v. het BNP). De verklarende variabelen zijn de vertraagde afhankelijke variabele, de verandering in de werkloosheid (DUB), de rente betalingen van de overheid (RB) en een indicator voor de mate van openheid van financiële markten (OPEN). Rij 1.2 toont hetzelfde model als rij 1.1, exclusief outliers.

Zoals eerder vermeld, is een essentiële voorwaarde voor de disciplinerende invloed van financiële markten een geloofwaardige *no bail-out* clausule. Bij deze geloofwaardigheid zijn echter vraagtekens te zetten. De druk op de Europese Centrale Bank (ECB) om een soepeler monetair beleid te voeren zal vermoedelijk vrij groot zijn als een schulden crisis dreigt. Eichengreen en Wyplosz (1997) beschrijven een mogelijk scenario waarbij een land dat te veel heeft geleend niet langer aan zijn verplichtingen kan voldoen. In reactie hierop verkopen beleggers hun obligaties. Het resulterende kapitaalverlies treft onder andere de banken die deze overheidsschuld aanhouden. Om te voorkomen dat banken met teveel obligaties in hun bezit failliet gaan, zal de ECB met ondersteunende liquiditeit moeten komen en zo toch een *bail-out* verzorgen. Hierdoor komt de ECB doelstelling van prijsstabiliteit mogelijk in gevaar. Maar is zo'n scenario waarschijnlijk? Tabel 2 laat zien dat in landen waar de overheidsschuld ratio stijgt, de vorderingen van de banken op de overheid ook toenemen.

<sup>1</sup> Het gaat om België, Canada, Denemarken, Italië, Japan, Nederland, Oostenrijk, Spanje, VS, en Zweden. Deze landen hadden allemaal een schuldquote van 50% of meer in de jaren tachtig.

Maar de vijfde kolom van de tabel laat zien dat deze relatief niet zeer belangrijk is.

**Tabel 2: Overheidsschuld en claims van banken op de overheid**

	Cumulatieve verandering van de schuld ratio, 1974-96 (%)	Cumulatieve toename van claims van banken op de overheid <sup>1</sup> , 1974-96 (%)	Correlatie tussen schuldgroei en groei van claims van banken	Claims van banken op de overheid (% van totale binnenlandse activa), 1996
België	74,2	15,8	0,93	24,5
Denemarken	64,1	9,5	0,76	8,6
Duitsland	41,4	9,2	0,58	13,9
Finland	53,0	9,6	0,86	n.b.
Frankrijk	35,9	5,3	0,20	6,8
Griekenland	89,5	21,0	0,90	22,1
Ierland	22,2	-20,2	-0,40	6,4
Italië	71,9	20,9	0,74	17,4
Nederland	31,7	-7,9	0,31	10,2
Oostenrijk	54,1	11,1	0,84	n.b.
Portugal	56,0	19,1	0,82	12,7
Spanje	55,2	18,0	0,91	18,3
VK	-10,3	-32,4	0,76	1,8
Zweden	48,1	2,0	0,30	6,6

<sup>1</sup> als percentage van capital accounts.

Bron: Arnold (1999) en ECB.

Een mogelijke *bail-out* door de ECB of andere lidstaten kan landen stimuleren om extra te lenen. Een andere factor die kan leiden tot hogere tekorten binnen de EMU is de integratie van de Europese financiële markten. Een overheid kan nu veel eenvoudiger vanuit de hele Unie middelen aantrekken. Lenen in het buitenland ging in het verleden immers gepaard met een wisselkoersrisico. Met de komst van de euro valt dit risico weg. Dat lidstaten een hoger tekort zullen vertonen als gevolg van de monetaire unie is dus zeker niet uit te sluiten.

Naast de mogelijke externe effecten van excessieve tekorten in lidstaten in de vorm van een *bail-out* door de ECB en/of de andere lidstaten, wijzen voorstanders van het Pact ook op de mogelijke invloed van excessieve tekorten op de kapitaalmarktrente in de eurozone. Hierbij moeten twee mogelijke situaties worden onderscheiden. In de eerste plaats kan er sprake zijn van een mondiaal geïntegreerde kapitaalmarkt. Door de grote schaal van zo'n markt leidt een groter beroep op de kapitaalmarkt door één of meer EU-lidstaten niet tot een hogere rentevoet. Als er daarentegen slechts op Europees niveau van zo'n volledige integratie sprake is, dan kan door een excessief tekort in een of meer

(grote) lidstaten de rente in de euro zone wel degelijk stijgen<sup>2</sup>. Dit is een effect dat alle EMU lidstaten zal treffen. Landen die een beleid voeren dat erop gericht is de schuldquote terug te dringen zullen een nog restrictiever beleid moeten voeren. In zo'n situatie is het te verdedigen dat er regels zijn die begrotingsdiscipline afdwingen.

Tegenstanders van het Pact benadrukken ook dat, nu het nationale monetaire beleidsinstrument niet langer kan worden ingezet, het financiële overheidsbeleid essentieel is om specifieke recessies tegen te gaan. Binnen het regime van het Pact is de bewegingsvrijheid van de verschillende overheden in deze visie te beperkt om asymmetrische schokken op te vangen. Wanneer het Pact echter naar behoren wordt nageleefd, hebben overheden vanuit een uitgangspositie van begrotingsevenwicht een marge van 3% om via zogenaamde automatische stabilisatoren schokken op te vangen. Als een land in een recessie terecht komt zal het tekort automatisch oplopen. Bepaalde uitgaven, zoals aan sociale zekerheid, zullen oplopen, terwijl (de toename van de) belastingopbrengsten af (zal) zullen nemen door een lagere groei van nationaal inkomen. De Europese Commissie (Buti en Sapir, 1998) heeft de cyclische componenten van de begrotingen van de EU lidstaten geschat. Het resultaat was dat bij slechts drie landen (Luxemburg, Finland en Zweden) het tekort in het uiterste geval met meer dan 3% toenam (zie tabel 5). Als er dus sprake is van begrotingsevenwicht (of voor die drie landen een overschot) dan kunnen de automatische stabilisatoren rustig hun werk doen.

Tenslotte valt nog op te merken dat de gekozen grens van 3% arbitrair is vastgesteld<sup>3</sup>. Zo wordt geen rekening gehouden met de specifieke situatie van de verschillende landen. Landen met een hogere groei kunnen zich bijvoorbeeld ceteris paribus een hoger tekort veroorloven (Buiten e.a., 1993). Voor dit probleem zullen we in paragraaf 4 een oplossing aandragen.

## 2. Vergelijking met de Amerikaanse situatie

Bijna alle staten van de VS kennen (grond)wettelijke regels die de tekorten van die staten beperken. Deze zogeheten *Balanced Budget Rules* (BBR) hebben in de regel alleen betrekking op de lopende dienst; voor investeringsprojecten mag dus worden geleend. Ze variëren in strengheid van de verplichting tot het indienen van een sluitende begroting door de gouverneur van een staat tot het ver-

<sup>2</sup> Knot en De Haan (1995) schatten een model voor de Europese kapitaalmarkt. Zij concluderen dat de hypothese van een wereldkapitaalmarkt moet worden verworpen. Tekorten van Europese overheden leiden tot een hogere rente in Europa.

<sup>3</sup> Wij richten ons volledig op het tekort van de overheid. Hoewel in het Verdrag van Maastricht excessieve tekorten worden gedefinieerd op basis van de hoogte van het tekort en de schuld van de overheid, speelt laatstgenoemde in het Groei- en Stabiliteitspact vrijwel geen rol. In theorie kan dat betekenen dat een land een excessief tekort heeft, terwijl er geen sancties worden opgelegd.

bod om een tekort te laten overlopen in volgende jaren (*no-carry-over* regel). Naar de effectiviteit van deze regels is redelijk wat empirisch onderzoek gedaan. Aanvankelijk leidde dat tot de conclusie dat deze regels niet effectief waren. Zo vond Von Hagen (1991) dat grondwettelijke limieten op begrotingstekorten weinig invloed hadden op de beleidsuitkomsten van een staat. Recenter onderzoek, waarbij ook politieke controlevariabelen mee zijn genomen, vindt echter wel een positief effect. De meest omvattende studie is die van Bohn en Inman (1996) waarin ze de effectiviteit van BBRs over een betrekkelijk lange periode (1971-1990) hebben onderzocht. Deze auteurs concluderen dat verschillende restricties, waaronder limieten voor schulduitgave, wel degelijk een disciplinerende werking hebben. Ook Strauch (1998) komt tot een soortgelijke conclusie<sup>4</sup>. In zijn overzicht van de literatuur op dit terrein onderscheidt Inman (1996) vier factoren die de effectiviteit van een BBR bepalen:

**Tabel 3: Determinanten van sterke en zwakke BBR**

	sterke BBR	zwakke BBR
Type BBR	'no-carry-over' regel (ex post)	ex ante (indienen of goedkeuren van een sluitende begroting)
Uitzonderingsmogelijkheden	niet toegestaan	toegestaan
Toezicht op naleving van BBR		
- initiëren van procedure	- opengesteld	- gesloten
- oordelende instelling	- onpartijdig	- partijdig
- sancties	- afschrikwekkend	- gering
Mogelijkheid tot amendering	moelijk	eenvoudig

Bron: Inman (1996)

Om te beginnen is het controlemoment van belang. Bij *ex-ante* regels wordt alleen aan het begin van het begrotingsjaar gekeken naar de voornemens van de overheid. Bij een *ex-post*regel is de realisatie van belang. Laatstgenoemde regels zijn blijkens de ervaringen in de VS effectiever dan eerstgenoemde. Een tweede aspect is het bestaan van uitzonderingsmogelijkheden. Als politici een bepaalde regel eenvoudig naast zich neer kunnen leggen dan is er sprake van een zwakke BBR.

Het derde aspect, het toezicht op de naleving van de regels, is in drie dimensies te splitsen:

- het initiëren van de procedure is opengesteld voor iedereen of gesloten;
- de oordelende instantie is partijdig of onpartijdig;

<sup>4</sup> Hij vindt ook dat de mate van centralisatie van het budgetproces van belang is voor de begrotingsdiscipline. Voor een overzicht van het belang van begrotingsprocedures wordt verwezen naar Alesina en Perotti (1999).

- de sanctie is relatief afschrikwekkend of slechts gering.

Op basis van de ervaringen in de VS, concludeert Inman (1996) dat bij een sterke BBR het initiëren van de procedure is opengesteld, de oordelende instelling onpartijdig is en de sanctie zwaar. Tenslotte is er de vraag of het eenvoudig is om de BBR te amenderen. Bij een effectieve BBR is dit niet het geval.

Vervolgens kunnen we een vergelijking trekken met de bepalingen van het Groei- en Stabiliteitspact; hoe sterk is deze BBR<sup>5</sup>? In de eerste plaats kan geconcludeerd worden dat de buitensporige tekortenprocedure (verder toegelicht in paragraaf 3) een duidelijk ex-post karakter heeft. Op basis van de gerealiseerde tekorten wordt gekeken of een land correctieve maatregelen dient te treffen. Het tijdpad is ook relatief kort en exact. Dit is een grote verbetering ten opzichte van het Verdrag van Maastricht.

Een zwak punt van het Pact is het gemak waarmee uitzonderingen gemaakt kunnen worden. De Ecofin-Raad, de Raad van Ministers van Financiën, die tevens de nationale begrotingen opstellen, moet bepalen of er sprake is van een buitensporig tekort. Het is maar de vraag of de Raad besluit de regels uit het Stabiliteitspact toe te passen wanneer verschillende landen de 3%-grens overschrijden.

Als we naar de punten kijken die betrekking hebben op de naleving van de BBR kunnen we het volgende concluderen. Het initiëren van de procedure is relatief gesloten. Slechts op basis van een voorstel van de Europese Commissie kan de procedure in gang worden gezet. De Raad of een individuele lidstaat kan overigens wel verzoeken om deze procedure in gang te zetten<sup>6</sup>. Vergeleken bij de VS is dit een meer gesloten systeem. Daar kan elke burger naar de rechter stappen als hij meent dat de BBR geschonden wordt. De oordelende instelling is de Ecofin-Raad, zodat hiervoor dezelfde bezwaren gelden als voor de uitzonderingsmogelijkheden. De in paragraaf 3 genoemde sancties zijn waarschijnlijk zwaar genoeg om een afschrikkend effect te hebben. Het probleem hiermee is alleen dat slechts het breken van de tekortnorm sancties tot gevolg heeft en het breken van de schuldnorm niet. Een ander bezwaar is dat de boetes het probleem van een te hoog tekort en een te hoge schuld alleen maar verergeren. De mogelijkheid tot amendering, tenslotte, komt overeen met die van een sterke BBR. De referentiewaarden wat betreft tekort en schuld kunnen slechts met eenparigheid van stemmen worden gewijzigd.

Het bovenstaande toont aan dat het grootste probleem met het Stabiliteitspact het gebrek aan automatismen is. Het is niet zo dat een te groot tekort, gesigna-

<sup>5</sup> Deze analyse is voornamelijk gebaseerd op Amtenbrink e.a. (1997). Een kanttekening die hierbij geplaatst dient te worden is dat de effectiviteit van BBRs voor een deel afhangt van de achtergrond waaruit ze zijn voortgekomen. In de VS zijn een redelijk aantal van de BBRs tot stand gekomen door buitensporige tekorten uit het verleden. Dit gekoppeld aan de Amerikaanse afkeer van een te grote overheid suggereert dat daar waarschijnlijk meer draagvlak voor een BBR is en dat de regels daardoor ook effectiever zijn.

<sup>6</sup> De Commissie heeft beloofd dat ze zo'n verzoek altijd zal inwilligen.



leerd door de Commissie, onmiddellijk tot een waarschuwing en uiteindelijk tot een sanctie leidt. Zeker als een aantal landen de norm schendt kan dit tot problemen leiden. De andere kenmerken, de ex-post benadering, de afschrikwekkende sancties en de moeilijke amendering zijn kenmerken van een sterke BBR. Met het huidige Pact is begrotingsdiscipline dus nog niet verzekerd.

### 3. De eerste ervaringen met het Pact

Bij hun streven om te voldoen aan de convergentiecriteria van het Verdrag van Maastricht inzake de overheidsfinancien, hebben de lidstaten zich in meer of mindere mate schuldig gemaakt aan wat Easterly (1999) 'fiscal illusion' noemt. Easterly onderscheidt diverse criteria op basis waarvan begrotingsmaatregelen kunnen worden beoordeeld:

- privatisering: de opbrengsten hiervan kunnen worden gebruikt om de schuldquote te reduceren;
- afname van publieke investeringen;
- afname van uitgaven in verband met onderhoud van kapitaalgoederen;
- uitstellen van betalingen;
- substitutie van publieke door private voorzieningen;
- lenen door off-budget instellingen die geen onderdeel zijn van de overheid, maar wel onder overheidsgarantie lenen.

Tabel 4 geeft weer in hoeverre de lidstaten naar het oordeel van het Europees Monetair Instituut en de Europese Commissie dit soort maatregelen hebben getroffen om aan de criteria te voldoen. Uit de tabel volgt dat een van land tot land variërend gedeelte van de aanpassing illusoir is.

Het Groei- en Stabiliteitspact bepaalt dat elke lidstaat een stabiliteitsprogramma dient op te stellen. Zo'n programma zet het beleid uiteen en toont hoe het tekort en de schuld van dat land zich in de komende jaren zullen ontwikkelen. Doel is dat de begroting op de middellange termijn naar evenwicht (of een overschot) tendeeft en de schuld naar 60% BBP. In tabel 5 wordt weergegeven hoe deze



**Tabel 5: Veronderstellingen en doelstellingen stabiliteitsprogramma's (2000-2001)**

	BBP groei	Saldo in 2001	Schuld in 2001	Maximale negatieve cyclische uitslag
België	2,3	-0,7	110	-1,7
Denemarken	2,0	2,6	49	-2,4
Duitsland	2,5	-1,5	61	-1,8
Finland	2,7-2,6	2,1	45	-5,6
Frankrijk	3,0	-0,8 <sup>1</sup>	57 <sup>1</sup>	-1,1
Griekenland	3,9-4,5	-0,8	100	-1,0
Ierland	6,4-5,8	1,6	43	-2,6
Italië	2,8-2,9	-1,0	107	-1,2
Nederland	2,3	-1,1 <sup>1</sup>	65 <sup>1</sup>	-2,9
Oostenrijk	2,6-2,1	-1,5	61	-1,2
Portugal	3,5-3,2	-1,2	55	-2,4
Spanje	3,3	-0,4	62	-2,1
VK	2,5-2,8	-0,1	44	-2,7
Zweden	2,6-2,5	2,5	58	-4,1

<sup>1</sup>In 2002

Bron: ECB, Maandbericht mei 1999; Buti en Sapir (1998)

Verder wordt in het Pact geregeld, dat als een land boven de 3%-norm uitkomt de buitensporig tekortenprocedure in werking treedt. Alleen als een land verzachtende omstandigheden op kan voeren blijven verdere maatregelen uit. Hieronder valt een recessie waarin het BBP in één jaar met 2% of meer afneemt. Een BBP-daling van 0,75% tot 2% kan ook als uitzonderlijk worden opgevat, afhankelijk van een beslissing van de Ecofin-Raad. De Raad kan wanneer een land niet op deze omstandigheden aanspraak kan maken, het land een aanwijzing geven om het buitensporige tekort recht te trekken. Als het land in kwestie geen adequate maatregelen treft, kan de Ecofin besluiten het betreffende land te verplichten een renteloos deposito aan te houden bij de ECB. Dit bestaat uit een vaste component van 0,2% van het BBP én een bedrag van 0,1% van het BBP voor elk procentpunt dat het tekort de 3% overschrijdt. Als na het eerste jaar het tekort nog steeds niet gecorrigeerd is, moet het land nogmaals 0,1% van het BBP storten voor elk procentpunt dat het tekort boven de 3% uitkomt. Wanneer het buitensporige tekort na twee jaar nog niet is opgelost, kan dit deposito worden omgezet in een boete. De opbrengst wordt dan onder de andere lidstaten verdeeld. Het tijdpad voor deze procedure wordt schematisch weergegeven in tabel 6.

**Tabel 6: De versnelde excessieve tekorten procedure**

Tijd (uiterste data)	Actie
1 maart (jaar t) of 1 september (jaar t)	Lidstaten leggen data over overheidsfinanciën voor aan de Commissie
1 juni (jaar t) of 1 december (jaar t)	De Raad neemt een besluit over de aanwezigheid van een excessief tekort en doet aanbevelingen aan de betreffende Lidstaat.
1 oktober (jaar t) of 1 april (jaar t+1)	De Raad overweegt of de Lidstaat voldoende heeft ondernomen en of de aanbevelingen openbaar worden gemaakt.
1 november (jaar t) of 1 mei (jaar t+1)	De Raad beslist over maatregelen die de betreffende Lidstaat dient te ondernemen om het excessieve tekort te redresseren.
1 januari (jaar t+1) of 1 juli (jaar t+1)	De Raad legt sancties op aan betreffende Lidstaat.
1 mei (jaar t+1) of 1 november (jaar t+1)	De Raad beslist over intensivering van de sancties of opheffing van het excessieve tekort.

Bron: Council Regulations (EC) No 1466/97 en No. 1467/97 (7 juli 1997)

Tien maanden na het overleggen van de financiële gegevens over het afgelopen jaar kan een land met een buitensporig tekort al de eerste sancties tegemoet zien, als het tenminste niet in dat jaar het tekort afdoende heeft gecorrigeerd. De ervaringen met het Pact tot nu toe zijn volgens sommigen niet echt hoopgevend. Italië heeft onlangs van de Ecofin-Raad toestemming gekregen om het tekort in 1999 te laten oplopen tot 2,4% van het BBP. Italië beroept zich hierbij op de slechtere economische omstandigheden. Hierdoor is men niet in staat de oorspronkelijke doelstelling van 2% uit het stabiliteitsprogramma te realiseren. Eerst wilden de ministers een harde lijn aanhouden, maar uiteindelijk zijn ze gezwicht en hebben ze Italië de gewenste ruimte gegeven. Het land blijft echter ruim onder de 3%-grens uit het Pact. Hierbij moet wel opgemerkt worden, dat dit waarschijnlijk alleen maar lukt omdat de rentevoet zo laag is, waardoor de schuldendienst van de overheid lager is.

#### 4. Verbeteringen van het Pact

In paragraaf 1 stelden we dat de disciplinerende werking van de financiële markten mogelijk niet groot genoeg is om ervoor te zorgen dat EMU-lidstaten hun begroting op orde houden. Het is niet ondenkbaar, dat landen niet de risicopremies gaan betalen, die ze uit efficiëntie-oogpunt wel zouden moeten betalen. De eerste verbetering die we dan ook bespreken heeft op dit punt betrekking. In paragraaf 2 hebben we een aantal zwakke punten van het Pact aangestipt. In het tweede deel van deze paragraaf bespreken we een nieuw voorstel om deze zwakke punten weg te nemen.

Er zijn twee factoren van belang als het gaat om de kwetsbaarheid van banken door scherpe bewegingen in de markten voor overheidsschuld:

- De mate van schulddiversificatie door banken
- De mate van correlatie in het bankroetrisico van overheden

Als banken niet gediversifieerd zijn en het bankroetrisico volledig systematisch is, is de kans groter dat banken failliet gaan. Arnold en Lemmen (1999) hebben de correlatie tussen landen voor het bankroetrisico van overheden voor 10 EU landen berekend. Zij concluderen dat diversificatie binnen Europa zeer gunstig kan uitpakken, vooral voor Finland, Ierland, Portugal en Italië. Als banken niet uit zichzelf diversifiëren is het misschien raadzaam om regels in te stellen die dit bevorderen. Zo kan de regel, dat een bank niet meer dan 25% van z'n kapitaal aan één persoon uit kan lenen, ook toepasbaar worden gemaakt op overheidsschuld. Verder vallen schatkistpapier en overheidsobligaties bij het berekenen van de solvabiliteit van banken binnen de 0% risico categorie. Als beide binnen de 20% categorie vallen, zouden banken gestimuleerd worden om meer dekking aan te houden tegenover overheidsschuld. Deze extra kosten zouden ze dan proberen te verhalen op de overheden door extra rente te vragen. Door de hogere rentelasten hebben overheden een stimulans om een lager tekort te hebben. Zo kan dus door een aanpassing van de regels de disciplinerende werking van de financiële markten worden vergroot.

Deze aanpassingen brengen echter enkele problemen met zich mee. In de eerste plaats zou een "unilaterale" verandering van de regels door Europa het concurrentievermogen van de banken aantasten. In de tweede plaats argumenteren Gros en Thygesen (1998), dat zelfs onder een gewijzigd regime een groot deel van de overheidsschuld in het begin van het bestaan van de euro in handen van binnenlandse banken zal zijn. Een crisis in de financiering van de overheid zou dus de stabiliteit van het financiële systeem toch kunnen bedreigen. Tevens is het nog steeds de vraag of financiële markten tijdig (voldoende) hoge risicopremies heffen.

Daarentegen kan het bestaan van het Stabiliteits- en Groeipact een disciplinerend effect op de markt voor overheidsobligaties hebben. Als de *credit rating*

van een overheid afhangt van het al dan niet goedkeuren van de stabiliteitsprogramma's door de Ecofin Raad, dan hebben de overheden een extra stimulans om hun financiën op orde te houden.

In het navolgende zullen we een ontwerp voorstellen dat een aantal van de problemen, zoals genoemd in paragraaf 2, weg kan nemen. Dit idee is uitgewerkt door Casella (1999). De grondgedachte van het voorgestelde systeem is dat andere lidstaten ook worden getroffen door excessieve tekorten in een bepaald land. Deze tekorten zijn dus vergelijkbaar met milieu vervuiling, die plaats vindt in een bepaald land, maar waar vervolgens iedereen last van heeft. Dit is een extern effect waar landen in hun begrotingsbeleid geen rekening mee houden. Dit suggereert dat een systeem, zoals voor milieuvervuiling is opgesteld, ook hier zou kunnen werken.

In milieuregulering werden vroeger uniforme, kwantitatieve grenzen aan de uitstoot gesteld. Op die manier werden alle vervuilers over één kam geschoren. Zo moesten bedrijven die makkelijk en goedkoop hun uitstoot konden verminderen hun emissie evenveel reduceren als bedrijven die wat dat betreft al aan hun grens zaten. Een systeem van verhandelbare emissierechten komt aan dit bezwaar tegemoet. Binnen dit systeem bepaalt een centraal orgaan de totale hoeveelheid vervuiling die in een bepaald jaar uitgestoten mag worden en daarna zorgt de markt ervoor dat de marginale kosten van uitstootreductie voor alle bronnen gelijk zijn. Een dergelijk systeem wordt in de VS toegepast voor de uitstoot van zwavel dioxide. Op een soortgelijke wijze zou in Europa een systeem van verhandelbare tekortrechten opgezet kunnen worden, waarbij de totale tekortomvang van bovenaf wordt vastgesteld. Hierna alloceert de markt dit tekort efficiënt over alle betrokken landen. Dit systeem houdt rekening met de specifieke omstandigheden van elke lidstaat, zoals de economische structuur van het land, de schuldquote en de stand van de conjunctuur.

In de meest simpele vorm van het systeem krijgt elk land aan het begin van het jaar een bepaalde hoeveelheid tekortrechten toebedeeld, bijvoorbeeld 3% van het BBP. Wanneer de uiteindelijke, gerealiseerde cijfers voor het overheidstekort bekend worden gemaakt, moet elk land voldoende rechten hebben om dit tekort te dekken. Deze rechten worden dan uit het systeem gehaald. Als een land zich hier niet aan houdt, kan het een forse boete krijgen. Hierbij valt te denken aan een bedrag van een aantal keren de marktprijs van de ontbrekende rechten. Voor het volgende jaar krijgt het land in kwestie een overeenkomstig aantal rechten minder. Het alternatief is om additionele tekortrechten te kopen. Door een tekortrecht te kopen, verwerft een lidstaat zich het recht om een eenheid schuld uit te geven. Aangezien een lidstaat voor zo'n recht moet betalen, is het een deel van de opbrengst van nieuw uitgegeven schuld kwijt aan het kopen van een tekortrecht. Er is in dit systeem dus een wig tussen de totale nieuwe schuld en het deel hiervan dat aan andere overheidsuitgaven besteed kan worden. Dit gebeurt echter alleen als een land een tekort heeft dat groter is dan waarvoor het aan het begin van het jaar rechten kreeg. In dat geval moet de

marktprijs van dit extra tekort worden betaald. Zo kan een land dat getroffen wordt door een asymmetrische economische schok zich een hoger tekort permitteren. Bij naleving van het huidige systeem is het veel moeilijker om een tekort boven de 3% limiet te hebben, zelfs als andere landen ruim onder die grens blijven.

Het eerste grote voordeel aan deze opzet is dus de flexibiliteit van het systeem. Verschillende landen hoeven niet op enig moment gelijk te presteren. En een lidstaat kan op verschillende momenten, uiteenlopende tekorten hebben, afhankelijk van de eigen situatie. Het tweede voordeel is dat goed gedrag wordt beloond. Landen kunnen immers hun tekortrechten verkopen tegen de waarde die dat recht heeft in de beste volgende toepassingsmogelijkheid. Tenslotte geldt het voordeel dat een land adequaat in kan grijpen vóórdát een ernstige recessie inzet. In het huidige systeem mag een land de 3%-grens alleen dan overtreden als er al sprake is van een ernstige recessie.

Een noodzakelijke voorwaarde voor het belonen van goed gedrag is dat het totale tekortplafond wel bindend is. Tevens is het misschien wenselijk dat tijdens een algemene recessie in Europa het tekortplafond (tijdelijk) wordt opgerekt. Dit pleit dus voor een voorraad van rechten die afhangt van de stand van de Europese conjunctuur. Dat is vrij eenvoudig door te voeren. In het systeem kan namelijk de totale voorraad tekortrechten worden aangepast, zonder dat daardoor de fundamentele spelregels veranderen. Zo kan ook begrotingsevenwicht op de middellange termijn worden gerealiseerd. Door elk jaar iets minder tekortrechten toe te bedelen kan op termijn het tekortplafond voor Europa op 0% liggen. Ook in die situatie zullen sommige landen mogelijk een tekort hebben, maar daar staat in ieder geval een even groot overschot in andere lidstaten tegenover. Belangrijk bij dit soort wijzigingen in de totale voorraad is echter wel dat deze veranderingen voorspelbaar en doorzichtig dienen te zijn. Om de markt voor tekortrechten goed te doen functioneren is voorspelbaarheid namelijk een voorwaarde. Hierbij kan de milieuregulering opnieuw als voorbeeld dienen. De totale voorraad uitstoot van zwaveldioxide in de VS wordt automatisch aangepast op basis van indicatoren, die niet door de vervuilers worden bepaald. Dit brengt ons bij een ander, fundamenteel voordeel: een systeem van verhandelbare tekortrechten is zeer doorzichtig. De regels staan vast en er zijn geen uitzonderingsmogelijkheden die door politici worden bepaald. Ervaringen in de VS met zogenoemde 'balance budget rules' suggereren dat regels waar uitzonderingsmogelijkheden discretionair kunnen worden toegelaten, minder effect sorteren dan regels waarbij dat niet het geval is. Bij milieuregulering voor zwavel dioxide uitstoot op basis van van kwantitatieve restricties, werden vaak rechtzaken aangespannen met als doel een uitzondering af te dwingen. Toen men in de VS eenmaal was over gegaan op een systeem van verhandelbare emissierechten, werd dit bijna niet meer gedaan. Dit is voor een belangrijk deel toe te schrijven aan de transparantie van het systeem.

Nu het systeem is toegelicht, zijn er nog een aantal punten die verdere toelichting behoeven. In de eerste plaats is er de kwestie dat extra schuld niet

overal evenveel 'schade' toebrengt. Zo kan het zijn dat de markt extra leningen uitgegeven door Italië niet als een perfect substituuat ziet voor extra schuld van Duitsland. Of dit het geval is, wordt met name bepaald door de geloofwaardigheid van de *no bail-out* clause. Zoals eerder is aangegeven, is het waarschijnlijk dat deze clause in Europa niet geloofwaardig is. Als de markt gelooft, dat een land geholpen wordt door de andere als het in ernstige problemen komt, maakt het niet veel uit door wie de nieuwe schuld wordt uitgegeven.

Een ander probleem is de vormgeving van de handel. Hoe kan met een vrij kleine groep van handelaren een efficiënte markt worden gerealiseerd? Nu is het kleine aantal deelnemers niet per definitie een probleem, zoals het Bertrand evenwicht voor een duopolie laat zien. De ervaring met verhandelbare uitstootrechten, waarbij een zogenaamde 'continue dubbele veiling' wordt gebruikt, kan opnieuw behulpzaam zijn. Hierbij wordt steeds de hoogste bied- en de laagste laatprijs genoemd. Laboratoriumexperimenten suggereren dat onder vrijwel alle omstandigheden op die manier een competitieve prijs tot stand komt (Isaac en Plott, 1981, Smith e.a., 1982, Clauser en Plott, 1993). De belangrijkste verklarende factor hiervoor is waarschijnlijk het feit dat het gaat om een continue veiling, dus de stimulans om een mogelijk kartel te doorbreken is continu aanwezig.

Een belangrijke vraag is wie op de markt voor verhandelbare tekortrechten mogen handelen. Kan iedereen direct toetreden (zoals bij de verhandelbare emissierechten het geval was), of mogen alleen actoren handelen die de tekortrechten daadwerkelijk nodig hebben? Als we de laatste vraag instemmend beantwoorden, dringt zich de vraag op of alleen centrale overheden mogen handelen, of dat ook de lagere overheden toegang tot de markt moeten krijgen. Gezien de gevoeligheid van het verhandelde goed is het waarschijnlijk verstandig om in het begin ook (goed gereguleerde) handelaren naast de overheden toe te staan. Immers, hoe meer handelaren, hoe sneller een competitieve prijs tot stand komt. Voor wat betreft de toegang van lagere overheden: ook dit dient naar ons oordeel een optie te zijn. Relatief autonome gebieden, zoals de *Bundesländer* in Duitsland, kunnen rechten krijgen toebedeeld. Voor minder (financieel) afhankelijke gebieden ligt dit misschien minder voor de hand.

Tenslotte is er nog de kwestie van de naleving. In de eerste plaats kan een land zich niet houden aan het systeem als het niet uitkomt. Als dit land geen sancties opgelegd krijgt door de andere landen, wordt de prijs van de tekortrechten onmiddellijk nul. Alle landen die dus rechten hadden opgespaard of die geleend hadden om bij te kopen, lijden een kapitaalverlies. Dit is waarschijnlijk voldoende stimulans om de sancties wel op te leggen. Een probleem van het huidige Groei- en Stabiliteitspact is dat de sancties een land alleen maar dieper wegdrücken in het tekort. Ook in het systeem van verhandelbare tekortrechten is dit het geval. Toch denken wij dat het systeem van verhandelbare tekortrechten perspectieven biedt om veel van de ontwerpfouten in het huidige Pact te corrigeren.



## 5. Conclusies

Om de financiële stabiliteit van de EMU te bewaren is er behoefte aan regels die begrotingsdiscipline afdwingen. Zonder voldoende begrotingsdiscipline kan een lidstaat in ernstige problemen komen, waar het weer uit moet worden gehaald door de andere landen van de EU en/of de ECB. Tot deze conclusie zijn we gekomen op basis van het feit dat de kapitaalmarkten mogelijk niet (tijdig) de juiste risicopremie aan verschillende landen toebedelen (of dat ze inzien dat de *no bail-out* clause niet geloofwaardig is), zodat extra lenen niet tot progressief stijgende lasten leidt. In de daarop volgende paragraaf hebben we geconstateerd dat regels die budgetdiscipline afdwingen, de zogenaamde BBRs, blijkens ervaringen in de VS inderdaad een disciplinerende invloed kunnen hebben. Als voorwaarde hiervoor geldt wel dat het om 'sterke' regels moet gaan. De vergelijking met het Stabiliteitspact laat zien dat de daarin beschreven regels op een aantal punten 'sterk' zijn, zoals het ex-post karakter en de zware boetes, maar het systeem kent te weinig automatismen. Elke overtreding van de grenzen moet apart door de politici worden 'geconstateerd', waarna ze moeten besluiten of er maatregelen getroffen dienen te worden. Door deze opzet wordt het Pact danig verzwakt. De recente ervaringen bevestigen deze conclusie.

Daarom hebben we in paragraaf 4 een aantal verbeteringen van het Stabiliteitspact besproken. In de eerste plaats kunnen de regels rond het bankwezen veranderd worden. Het verbod dat geldt om meer dan 25% van het kapitaal bij één lener uit te zetten zou ook voor overheidsschuld moeten gelden. Bovendien kan overheidsschuld buiten de 0%-risico categorie worden gehaald, waardoor banken terughoudender worden bij de vermogensverschaffing en hogere rente eisen. De eerste maatregel zou de financiële stabiliteit enigszins kunnen waarborgen, maar in geen enkel land zitten de banken aan die limiet van 25%. Wat betreft de tweede regel is het maar de vraag of deze het gewenste effect heeft.

Waar wij meer heil in zien is het beschreven systeem van verhandelbare tekortrechten. Dit systeem heeft een aantal aantrekkelijke voordelen. Zo wordt er wel rekening gehouden met de specifieke situatie van een land, wordt goed gedrag wel beloond en is het functioneren van het systeem automatisch, politici hebben er niet of nauwelijks invloed op. Voorwaarde hiervoor is wel een efficiënt functionerende markt, maar de literatuur suggereert dat een systeem van dubbele veiling tot de gewenste resultaten leidt. Ook hier zitten rond de uitvoering nog een aantal haken en ogen, maar de flexibiliteit en transparantie van het systeem maken het te verkiezen boven het huidige Stabiliteitspact.

## Literatuur

- Alesina, A. en R. Perotti, 1999, Budget Deficits and Budget Institutions, in: J.M. Poterba en J. von Hagen (eds.), *Fiscal Institutions and Fiscal Performance*, Chicago: NBER/University of Chicago Press
- Amtenbrink, F., J. de Haan en O.C.H.M. Sleijpen, 1997, Stability and Growth Pact: Placebo or Panacea?, *European Business Law Review*, 8, 202-210 (I) en 233-238 (II)
- Arnold, I.M., 1999, The third leg of the stool, mimeo
- Arnold, I.M. en J.J.G. Lemmen, 1999, The vulnerability of banks to government default risk in the EMU, *FMG special paper* 115
- Bohn, H. en R. Inman, 1996, Balanced-budget rules and public deficits: evidence from the US states, *Carnegie-Rochester Conference on Public Finance*, 13-84
- Buiter, W., G. Corsetti en N. Roubini, 1993, Excessive deficits: sense and nonsense in the Treaty of Maastricht, *Economic Policy*, no. 16, 58-90
- Buti, M. en A. Sapir (eds.), 1998, *Economic Policy in EMU. A Study by the European Commission Services*, Oxford: Clarendon Press
- Cassella, A., 1999, Tradable Deficit Permits, paper voor de *Economic Policy* panel meeting, Frankfurt, april 1999
- Clauser, L. en Plott, C.R., 1993, On the Autonomy of the "Nonfacilitating" Features of the Double Auction Institution in Conspiratorial Markets, in Daniel Friedman en John Rust (eds.) *The Double Auction Market*, 333-353
- Haan, J. de en J-E. Sturm, 1999, Do financial markets and the Maastricht Treaty discipline governments? New evidence, te verschijnen in *Applied Financial Economics*
- Inman, R.P., 1996, Do Balanced Budget Rules Work? U.S. Experience and Possible Lessons for the EMU, *NBER Working Paper*, No. 5838
- Easterly, W., 1999, When is fiscal adjustment an illusion?, *Economic Policy*, no. 28, 57-86
- Eichengreen, B. en C. Wyplosz, 1998, The Stability Pact: More than a Nuisance?, *Economic Policy*, no. 26, 65-113
- Gros, D. en N. Thygesen, 1998, *European Monetary Integration*, London: Longman
- Isaac, R. en Plott, C.R., 1981, The Opportunity for Conspiracy in Restraint of Trade *Journal Of Economic Behavior and Organizations*, 2, januari, 1-30
- Knot, K. en J. de Haan, 1995, Fiscal Policy and rente rates in the European Community, *European Journal of Political Economy*, 11, 171-187
- Sleijpen, O.C.H.M., 1999, *Does the European Monetary Union need a Fiscal Union? Evidence from the United States*, proefschrift, RUG, te verschijnen.
- Smith, V.L. Williams, A.W., Bratton, W.K. en Vannoni, M.G., 1982, Competitive Market Institutions: Double Auctions v/s Sealed Bid-Offer Auctions *American Economic Review*, 72, maart 58-77

- Strauch, R., 1998, Budget Processes and Fiscal Discipline: Evidence From the U.S. States, mimeo
- Von Hagen (1991), A note on the empirical effectiveness of formal fiscal restraints, *Journal of Public Economics*, 44 (2), 199-210