

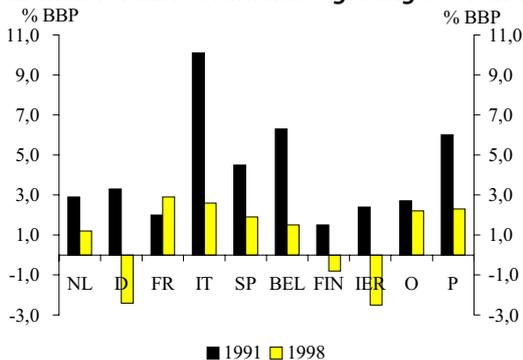
Budgettaire convergentie in de EMU

Indrukwekkende convergentie

Toen in 1991 het Verdrag van Maastricht werd uitonderhandeld, vertoonden de overheidsfinanciën van de verschillende EU-lidstaten een sterk uiteenlopend beeld. Met uitzondering van Luxemburg lieten de overheidsbegrotingen van alle landen, die van zins waren om gezamenlijk de EMU op te richten, een tekort zien, variërend van 10% van het BBP in Italië tot 2% in Frankrijk. Ook de hoogte van de bruto staatsschuld liep sterk uiteen, van ruim 125% BBP in België tot 41% in Frankrijk.

In de eerste jaren na de Top van Maastricht was aanvankelijk vrijwel overal sprake van een verdere verslechtering. Dit leidde indertijd tot de nodige scepsis omtrent de haalbaarheid van de EMU binnen de in het Verdrag van Maastricht gestelde tijdlijnen. Sinds 1994 is echter sprake van een snel verbeterde situatie, waardoor de EMU onlangs toch met 11 landen van start kon gaan. In 1997 en 1998 lag het overheidstekort in vrijwel alle lidstaten van de EU beneden het magische niveau van 3% BBP. Omdat daarbij vrijwel overal sprake was van een gestage daling van de schuldquote, werd het te hoge absolute niveau hiervan niet gezien als een obstakel om de EMU van start te laten gaan. Overigens valt wel op, dat in de meerderheid van de gevallen het absolute niveau van de overheidsschuld in 1998 duidelijk hoger lag dan tijdens de Top van Maastricht in 1991. Slechts in een enkel geval, Frankrijk, is ook het overheidstekort tussen 1991 en 1998 per saldo opgelopen. Grafiek 1 laat de ontwikkeling van het overheidstekort in de periode 1991 – 1998 zien.

Grafiek 1: Tekort overheidsbegroting 1991 en 1998

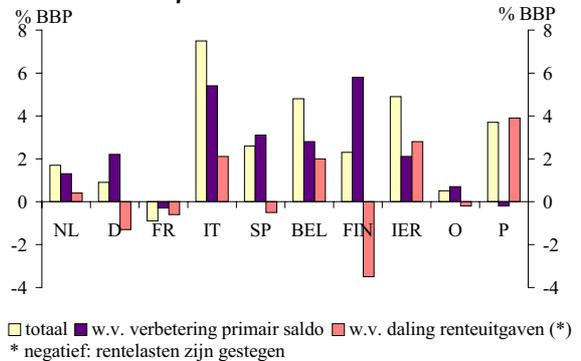


Met name de prestaties van Italië, waar het tekort in deze periode met maar liefst 7,5% BBP is gedaald, springen in het oog. Ook Ierland, België en Finland hebben het wat dit betreft zeer goed gedaan.

Samenstelling tekortreductie

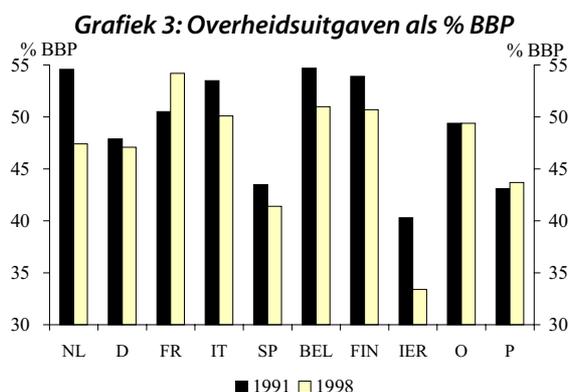
Voor een deel kunnen deze prestaties worden toegeschreven aan een afgenomen rentelast als gevolg van de forse daling van de rente op de geld- en kapitaalmarkt, zoals die sedert 1995 is opgetreden. Met name landen met een hoge overheidsschuld hebben hiervan kunnen profiteren, zeker als deze schuld ook nog eens in belangrijke mate kort was gefinancierd. De keerzijde van deze medaille bestaat daaruit, dat dergelijke landen natuurlijk ook weer snel in budgettaire problemen zouden kunnen komen als de rente weer gaat stijgen. Toch blijkt de rentedaling maar een verhoudingsgewijs gering deel van het succes te kunnen verklaren (zie grafiek 2).

Grafiek 2: Opbouw tekortmutatie 1991-1998



Bij nadere beschouwing blijkt namelijk dat in de helft van de gevallen het effect van de lagere rentestand meer dan teniet is gedaan door de stijging van de overheidsschuld, zodat per saldo toch een hogere rentelast resulteerde. Italië heeft verhoudingsgewijs het meest van de rentedaling geprofiteerd. Ondanks een verder opgelopen overheidsschuld, lag de renterekening daar in 1998 2,1% BBP lager dan in 1991. Ook in België daalde de rentelast aanmerkelijk. In Ierland en vooral Portugal was de daling van de rentelast nog geprononceerder. Deze daling kan vrijwel geheel worden toegeschreven aan de forse afname van de overheidsschuld tussen 1991 en 1998.

De opgetreden daling van de overheidstekorten valt dus voor het grootste deel te verklaren uit een verbetering van het primaire saldo van de overheidsbegroting (tekort exclusief netto rentelast). Alleen in Ierland en Portugal speelde de gedaalde rentelast een grotere rol dan de toename van het primaire surplus.

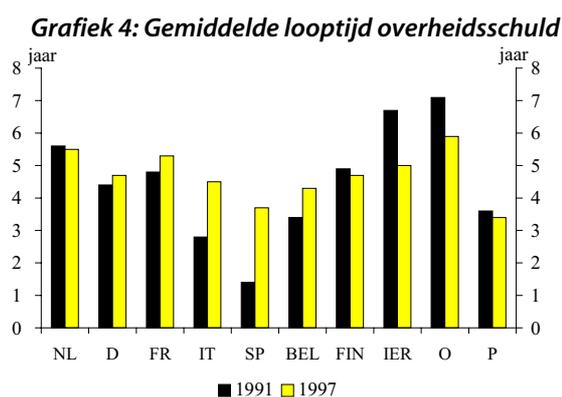


In sommige landen is men er in geslaagd de verlaging van het overheidstekort te bewerkstelligen langs de weg van terugdringing van de overheidsuitgaven (grafiek 3). Met een dergelijk beleid worden niet alleen de overheidsfinanciën op orde gebracht, maar tevens wordt het beslag van de overheid op de economie verminderd. In het algemeen kan worden gesteld, dat dit goed is voor de dynamiek van een economie. Nederland heeft het wat dit aangaat buitengewoon goed gedaan. Het beslag van de collectieve uitgaven op de economie daalde van 54,6% in 1991 tot 47,4% vorig jaar. Alleen Ierland, waar de economische groei over de achter ons liggende jaren wel zeer hoog is geweest, wist een nog grotere daling te bewerkstelligen. Van de grote landen heeft alleen Italië de overheidsuitgaven als aandeel van het BBP weten terug te dringen. In Frankrijk is daarentegen sprake van een duidelijk groeiend beslag van de overheidsuitgaven op het BBP. Overigens is de collectieve sector in Duitsland nog steeds geringer van omvang dan in Nederland. Ons land had in 1991 namelijk de twijfelachtige eer om zich vooraan in de kopgroep van Europa te bevinden waar het ging om de omvang van de collectieve sector. Anno 1998 was ons land hier een middenmoter; de koppositie is wat dit betreft overgenomen door Frankrijk met een overheidsaandeel van ruim 54% BBP.

Het geheel overziend kan worden gesteld, dat van de grote landen Frankrijk sedert 1991 op het terrein van de budgettaire consolidatie de minst overtuigende prestatie heeft neergezet. Zo was Frankrijk het enige grote land, dat in 1998 een hoger overheidstekort had dan in 1991. Voorts heeft het land het toch al grote beslag van de collectieve sector op de economie verder laten oplopen en is de staatsschuld gestegen van 40% tot ruim 66% BBP. Dat het land desondanks de stijging van de rentelast op de overheidsbegroting binnen de perken heeft weten te houden, komt door het feit, dat Frankrijk een fors deel van de schuld kort (looptijd < 1 jaar) heeft gefinancierd, waardoor de rentedaling stevig doorwerkte. Daar staat tegenover, dat Frankrijk in 1991 van de grote landen de gezondste overheidsfinanciën had, met het laagste tekort en de kleinste schuld. Daardoor is de toestand van 's lands overheidsfinanciën nog steeds niet overdreven zorgelijk.

Convergentie looptijdstructuur

In de loop van de jaren negentig is er een sterke convergentie opgetreden in de gemiddelde looptijd van de overheidsschuld in Europa (grafiek 5). Hierbij hebben met name die landen die in 1991 nog een zeer korte gemiddelde looptijd van hun overheidsschuld kenden, deze aanmerkelijk weten te verlengen.



In genoemd jaar liep de schuldstructuur van land tot land nog sterk uiteen. Aan de ene kant van het spectrum bevonden zich landen met een tamelijk lange gemiddelde looptijd, zoals Nederland, Oostenrijk en, enigszins verrassend, Ierland. Aan de andere kant van het spectrum bevonden zich landen als België, Italië en vooral Spanje. In deze landen was sprake van een korte looptijd. Dit laatste maakt de

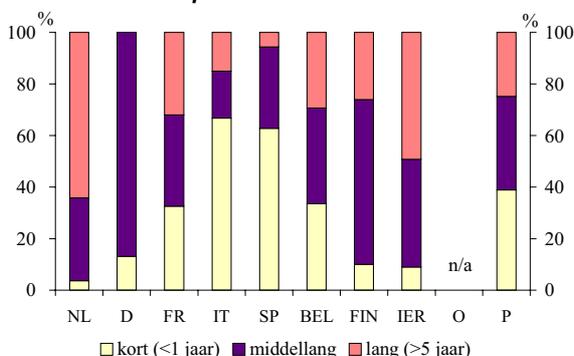
overheidsbegroting van een land zeer gevoelig voor bewegingen in de korte rente. Daarnaast vergroot een korte looptijd de onzekerheid die met de omvangrijke jaarlijkse herfinancieringsoperaties gepaard gaat. Grote verschillen in gemiddelde looptijd vormen een obstakel voor een gemeenschappelijk monetair beleid. Het betekent namelijk, dat de overheidsfinanciën in de diverse landen verschillend reageren op rentebewegingen. Daarnaast leiden sterk rentegevoelige overheidsbegrotingen er vaak toe, dat de politiek zich groepen voelt om zich met het monetaire beleid te gaan bemoeien. Daarmee komt uiteraard de zelfstandigheid van de centrale bank al snel ter discussie te staan. Het is geen toeval, dat landen die al jaren lang een traditie hebben van een centrale bank, die onafhankelijk is van de politiek, een weinig rentegevoelige overheidsbegroting hebben. De landen met een kortlopende overheidsschuld zijn er echter in geslaagd een forse verlenging van de gemiddelde looptijd te bewerkstelligen. Doordat tevens in een aantal landen met een bovengemiddelde looptijd enige verkorting optrad, is hier een behoorlijke mate van convergentie bereikt.

De opgetreden convergentie van de gemiddelde looptijd van de overheidsschuld maskeert echter, dat er van land tot land nog steeds aanmerkelijke verschillen in schuldstructuur bestaan. Zo hebben sommige landen weliswaar de gemiddelde looptijd van hun overheidsschuld aanmerkelijk opgeschroefd door middel van het emitteren van zeer langlopende leningen, maar maken zij gelijktijdig ook nog grootscheeps gebruik van kortlopende financiering (grafiek 6). Zo is de looptijd van de Italiaanse overheidsschuld tussen 1991 en 1997 gestegen van 2,8 naar 4,5 jaar, ofschoon het land in 1997 nog steeds voor bijna de helft van de staatsschuld een looptijd kende van minder dan een jaar. Wel valt over de gehele linie te constateren, dat het aandeel van de korte schuld in het totaal aanmerkelijk is gedaald. Duitsland vormt hier de belangrijkste uitzondering, al ligt het aandeel van de korte schuld in dit land nog steeds beneden het gemiddelde.

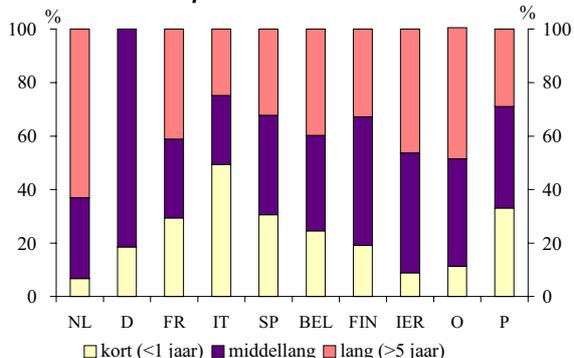
Rentegevoeligheid overheidsfinanciën

De convergentie in looptijdstructuur, zoals die in de loop van de jaren negentig is opgetreden, heeft er dus toe geleid dat de verschillen in rentegevoeligheid van de overheidsfinanciën sterk zijn afgenomen. Van de grote landen heeft Duitsland van oudsher de, althans op korte termijn, minst rentegevoelige begroting. Ondanks de sedert 1991 opgetreden stijging van de overheidsschuld en het feit, dat deze in Frankrijk een hogere gemiddelde looptijd heeft, reageren de Duitse overheidsfinanciën nog steeds minder op bewegingen in de rente. Dit wordt veroorzaakt door het feit, dat de Duitsers een geringer aandeel kortlopende schuld hebben. De Nederlandse overheidsfinanciën zijn op hun beurt nog weer minder rentegevoelig, ondanks het feit dat de gemiddelde looptijd van de schuld sinds een aantal jaren geleidelijk daalt. Dit laatste wordt veroorzaakt doordat de staat tegenwoordig ook weer leningen met een kortere looptijd uitgeeft, teneinde te profiteren van de positieve rentestructuur. Uiteindelijk is de korte termijn rentegevoeligheid van de overheidsbegroting van een land afhankelijk van een drietal factoren: de omvang van de bestaande overheidsschuld, het aandeel van de kortlopende schuld hierin en de omvang van het overheidstekort. In grafiek 7 is doorgerekend wat de gevolgen (op basis van de eerste twee factoren) voor de

Grafiek 5: Opbouw overheidsschuld 1991

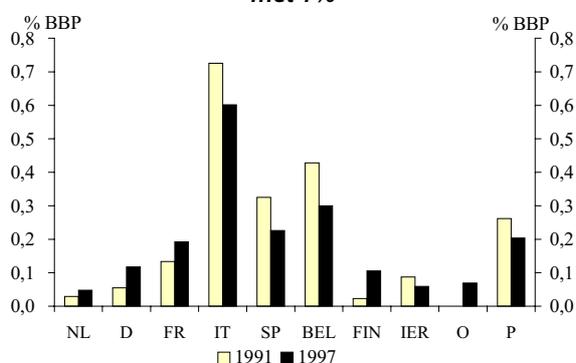


Grafiek 6: Opbouw overheidsschuld 1997



overheidsbegroting zijn van een beweging van de financieringskosten met 1%-punt.

Grafiek 7: Gevolgen beweging financieringskosten met 1%



Het blijkt, dat de begrotingen van Nederland, Oostenrijk en Ierland veruit het minst te lijden hebben van een rentestijging, terwijl de effecten in Italië, ondanks de opgetreden verbeteringen, nog altijd het hardst aantikken. Ook Duitsland en Finland kennen een overheidsbegroting die verhoudingsgewijs weinig rentegevoelig is. Overigens geeft de figuur ook nog eens een overschatting van de rentegevoeligheid voor Ierland en Finland. Deze landen hebben immers een overschot op hun begroting, waardoor de vervallende korte schuld maar gedeeltelijk hoeft te worden gefinancierd.

Samenvatting en conclusie

Op basis van bovenstaande analyse kan worden geconcludeerd, dat de in de loop van de jaren negentig binnen het EMU-gebied bereikte budgettaire convergentie tamelijk indrukwekkend is. Zo zijn de overheidstekorten overal beneden de 3% BBP gebracht en vertoont de overheidsschuld een dalende tendens. Tevens is sprake van een aanmerkelijke convergentie in de looptijdstructuur van de overheidsschuld. Ook de verschillen in de rentegevoeligheid van de overheidsfinanciën zijn in de loop der tijd afgenomen.

De tekortreductie is in Frankrijk en Duitsland echter niet gepaard gegaan met een afname van het beslag van de collectieve sector op het BBP. Met name gedurende de laagconjunctuur tijdens de periode 1991 – 1994 is dit beslag snel gestegen. Sindsdien is wel sprake van een daling van de collectieve uitgavenquote, ofschoon Frankrijk wat dit aangaat

slecht presteert. De verbeteringen op de Italiaanse overheidsbegroting vallen grotendeels te herleiden tot een stijging van het primaire overschot. In dit land is daarbij sprake van een aanmerkelijke relatieve daling van de overheidsuitgaven. De kritische kanttekeningen bij de Italiaanse overheidsfinanciën, zoals die in de Nederlandse politiek enige tijd *bon ton* waren, doen dus bepaald geen recht aan de door dit land op budgettair terrein geleverde prestaties. Ondanks de opgetreden convergentie loopt de rentegevoeligheid van de overheidsfinanciën in absolute zin van land tot land nog steeds sterk uiteen. Zo leidt een stijging van de financieringskosten met 1%-punt in Italië binnen een jaar tot extra uitgaven aan rente met circa 0,6% BBP, terwijl aan de andere kant van het spectrum in landen als Nederland en Ierland dit hooguit tot 0,05% BBP aan extra rente-uitgaven leidt. Uiteraard betreft het hier een statische analyse, waarbij uitsluitend wordt gekeken naar de gevolgen van de rentestijging voor de kosten van herfinanciering van de binnen een jaar vervallende staatsschuld. Er wordt dus afgezien van de indirecte effecten die een rentestijging heeft op de ontwikkeling van de overheidsfinanciën. Zou een hogere rente bijvoorbeeld leiden tot een lagere economische groei, dan vallen natuurlijk de overheidsinkomsten lager, en de -uitgaven hoger uit.

Al met al kan worden gesteld, dat het gemeenschappelijke monetaire beleid en de daaruit voortvloeiende bewegingen van de rente van land tot land verschillend zullen uitwerken op de overheidsfinanciën. De budgettaire convergentie is echter al dusdanig ver gevorderd en de absolute gevolgen van rentebewegingen voor de overheidsbegroting zijn dermate beperkt, dat niet hoeft te worden gevreesd dat het monetaire beleid de verdere budgettaire convergentie zal frustreren. Eerst als een zeer forse rentebeweging optreedt, mag worden verwacht dat landen als Italië en later wellicht ook België en Frankrijk ten gevolge van stijgende rentelasten in conflict zullen komen met de grenzen, die door het Stabiliteits en Groeipact worden gesteld aan de omvang van het overheidstekort. Een dergelijke rentebeweging wordt in het huidige non-inflatoire klimaat echter niet voorzien.

februari 1999

Wim Boonstra (030-2162629)