



COEN TEULINGS

Het Stabiliteitspact is een gedrocht

Het is een schulden crisis. Dus moet de overheidsschuld omlaag, niet omhoog." Het klinkt vanzelfsprekend. En toch is het onjuist. Meer dan een eeuw terug bedacht de Engelse econoom Alfred Marshall de analogie van de schaar voor de werking van vraag en aanbod. Het heeft geen zin om je af te vragen welke helft van de schaar het papier doorknipt. Alleen het samenspel van beide helften leidt tot resultaat. Met vraag en aanbod is het precies eender. De prijs en de verhandelde hoeveelheid worden bepaald door het snijpunt van vraag en aanbod, niet door een van beide afzonderlijk. Voor staatschuld geldt hetzelfde. De Japanse staatsschuld is erg hoog. We kijken dan naar de vraagzijde, naar de overheid, die zijn huishoudboekje niet op orde heeft. Maar je kan beter naar de aanbodzijde kijken: waarom willen zoveel private partijen graag veilige beleggingen (staatsobligaties) bezitten? Als je de aanbodzijde begrijpt, dan begrijp je ook de vraag. Japan is een vergrijzende samenleving waar hele volksstammen voor hun oude dag zijn aangewezen op hun spaarpot met overheidsobligaties. Met zoveel vraag naar obligaties moet er ook aanbod zijn. Precies hetzelfde geldt voor de Nederlandse pensioenfondsen.

Tegenover de vordering van de één staat een precies even grote schuld van een ander

De Nederlandsche Bank eist dat die fondsen nog grotere buffers aanhouden. Een buffer is het equivalent van een vordering. Tegenover de vordering van de één staat een precies even grote schuld van een ander. Dat is onontkoombaar, het is gewoon boekhouden. Nederland heeft binnen de eurozone als ontsnappingroute nog het buitenland: wij bouwen een enorme vordering op het buitenland op. Niet aan denken dat al die buitenlandse landen geen staatsschuld meer hadden. Op wie kunnen onze pensioenfondsen dan nog een vordering opbouwen? Daarom is het Stabiliteitspact een gedrocht. Afgelopen week schreef Johan Witteveen, oud-minister van Financiën en oud-directeur van het IMF daarover een uitstekend artikel in *Het Financieele Dagblad*. Zijn redenering kunt u eenvoudig zelf narekenen (mijn cijfers zijn iets anders dan die van Witteveen, de redenering is gelijk). Het Stabiliteitspact stelt voor het financieringstekort 3% als bovengrens. Structureel moeten landen volgens het pact een tekort van 1% hebben. Door de vergrijzing wil iedereen buffers opbouwen. Daar moet dus staatsschuld tegenover staan; 60% van het bbp was vroeger normaal, met de vergrijzing moet dat eerder 80% zijn. Nu het monetaire beleid tegen zijn grenzen is aangelopen, is iets meer staatsschuld de enige oplossing voor lage rentes, deflatie en werkloosheid. De economie groeit jaarlijks met 4% (2% reëel, 2% inflatie). Wil de staatsschuld een vast percentage van het bbp blijven, dan moet die dus ook met 4% groeien. Dat wil zeggen: de staatsschuld moet jaarlijks groeien met $4\% \times 80\% = 3,2\%$ van het bbp. Het financieringstekort moet dus gemiddeld ongeveer 3% zijn. Die 3% is dus geen maximum, het is een gemiddelde. Het gemiddelde tekort van 1% dat het Stabiliteitspact voorschrijft leidt tot een staatsschuld van slechts 25% (want $4\% \times 25\% = 1\%$).

Onlangs zei Jeroen Dijsselbloem naar aanleiding van uitspraken van Commissievoorzitter Juncker dat hij de Kamer zo niet kon uitleggen waarom Nederland het Stabiliteitspact serieus moet nemen. Dat is een politieke overwinning voor Juncker, want iedereen is erbij gebaat als het Stabiliteitspact wordt losgelaten. De 3%-norm als bovengrens voor het tekort is waanzin, 3% tekort zou het gemiddelde moeten zijn; een gemiddeld structureel tekort van 1% leidt in Europa tot een veel te lage staatsschuld. Gelukkig heeft Juncker Dijsselbloem daarvan nu overtuigd. Of heb ik hem verkeerd begrepen?